

# Staatshaftung für fehlerhafte Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts

Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades des Fachbereichs  
Rechtswissenschaft der Humboldt-Universität zu Berlin.

vorgelegt von Daniel Benighaus

Dekan: Prof. Dr. Christoph Paulus

1. Gutachter: Prof. Dr. Reinhard Singer
2. Gutacher: Prof. Dr. Christoph Paulus

Disputation am 26. Mai 2009

*Meinen Eltern,  
Bärbel und Jürgen Benighaus*

## Vorwort

Im Hinblick auf die – zumindest im juristischen Bereich – noch neue Form der elektronischen Publikation und den damit bei manchen Lesern vielleicht verbundenen Zweifeln an der Seriosität der so veröffentlichten Arbeiten möchte ich darauf hinweisen, dass diese Arbeit im Erst- und Zweitgutachten jeweils mit *magna cum laude* bewertet wurde. Die Disputation fand am 26. Mai 2009 statt und wurde mit *summa cum laude* bewertet. Unabhängig von der offiziellen Bewertung möge jeder die Überzeugungskraft meiner Argumentation für sich beurteilen.

Ich danke meinem Doktorvater, Prof. Dr. Singer, für die Anregung und Betreuung dieser Arbeit. Ohne seine Initiative wäre sie sicherlich nicht entstanden. Das Zweitgutachten wurde von Prof. Dr. Paulus erstattet.

An allererster Stelle bedanke ich mich aber bei meinen Eltern. Diese Doktorarbeit ist der Abschluss meiner akademischen Ausbildung. Meine Eltern haben mit ihrer bildungs- und leistungsbezogenen Erziehung die Grundlage für diese Arbeit gelegt. Die Doktorarbeit ist daher Ihnen gewidmet.

Daniel Benighaus

Berlin, den 26. Juli 2009

## Abkürzungsverzeichnis

Für alle nicht aufgeführten Abkürzungen siehe *Kirchner/Butz*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 5. Auflage 2003.

Fd. L. Rev.	Fordham Law Review
J. Bus.	Journal of Business
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Ec.	Journal of Financial Economics
Rev. éco. fin.	Revue d'économie financière
Va. L. Rev.	Virginia Law Review

## Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Einleitung.....	1
1. Teil: Staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts.....	4
A. Begriffsbestimmung: Kapitalmarkt.....	4
B. Ziele des Kapitalmarktrechts.....	7
C. Kapitalmarktaufsicht.....	9
2. Teil: Anspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG.....	13
A. Drittbezug der Amtspflicht.....	13
B. Möglichkeit einer gesetzlichen Bestimmung des (Nicht-)Drittbezugs.....	27
C. Verfassungsrecht.....	29
D. Gemeinschaftsrecht.....	158
3. Teil: Gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch.....	202
A. Darstellung.....	202
B. Anspruch wegen Verletzung kapitalmarktrechtlichen Gemeinschaftsrechts.....	211
4. Teil: Schluss.....	224
A. Zusammenfassung der Ergebnisse.....	224
B. Forderungen an den Gesetzgeber.....	225
Literaturverzeichnis.....	I

# Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	1
1. Teil: Staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts.....	4
A. Begriffsbestimmung: Kapitalmarkt.....	4
I. Kapitalmarkt im engeren Sinne.....	4
II. Kapitalmarkt im weiteren Sinne.....	5
III. Abgrenzung zu anderen Teilen des Finanzmarkts.....	5
IV. Kapitalmarkt看begriff in dieser Untersuchung.....	6
B. Ziele des Kapitalmarktrechts.....	7
I. Funktionsschutz der Kapitalmärkte.....	7
II. Anlegerschutz.....	8
C. Kapitalmarktaufsicht.....	9
I. Organe der Kapitalmarktaufsicht.....	9
1. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.....	9
2. Die Börsenaufsichtsbehörden der Länder.....	10
3. Die Handelsüberwachungsstellen.....	10
II. Aufgaben und Befugnisse der BaFin.....	11
2. Teil: Anspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG.....	13
A. Drittbezug der Amtspflicht.....	13
I. Begriffsbestimmung.....	13
1. Schutznormtheorie.....	14
2. Kritik an der Schutznormtheorie.....	15
a) Rechtsverhältnislehre.....	16
b) Unterscheidung von privaten und öffentlichen Interessen.....	16
c) Auslegungsmethoden und -regeln.....	17
d) Schutznormtheorie und Grundrechte.....	18
3. Stellungnahme.....	20
II. Auslegung der aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts....	21
1. Normabstrakte Argumentation.....	22
2. Normkonkrete Argumentation.....	25
III. Zwischenergebnis.....	27
B. Möglichkeit einer gesetzlichen Bestimmung des (Nicht-)Drittbezugs.....	27
C. Verfassungsrecht.....	29
I. Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG.....	29
1. Herleitung grundrechtlicher Schutzpflichten.....	30
a) Verfassungsimmanente Herleitung.....	30
aa) Wortlaut.....	30
bb) Historie.....	31
cc) System und Telos.....	32
(1) Abwehrrechtliche Lösung.....	32
(2) Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG.....	33
(3) Grundrechtsschranken.....	35
(4) Mehrdimensionaler Freiheitsbegriff.....	35
(5) Objektiv-rechtliche Dimension.....	36
(aa) Werteordnung.....	37
(bb) Institutionelle Grundrechtstheorie.....	39
(cc) Demokratisch-funktionale Grundrechtstheorie.....	40
(dd) Sozialstaatliche Grundrechtstheorie.....	40

b) Verfassungsexterne Herleitung.....	43
c) Zwischenergebnis.....	44
2. Konkrete Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG.....	44
a) Tatbestand: Grundrechtsgefährdung.....	44
aa) Schutzgut.....	44
bb) Eingriff.....	48
cc) Selbstgefährdung.....	49
b) Rechtsfolge: Pflicht des Staates zur Gefahrenabwehr.....	53
aa) Schutzpflichten als subjektive Rechte.....	53
bb) Umfang.....	56
cc) Subjektive Rechte beim verwaltungsbehördlichen Vollzug.....	61
3. Gegenwärtiges Schutzniveau.....	63
a) Insiderhandelsverbot.....	63
b) Pflicht zur Ad-hoc-Publizität.....	73
c) Pflicht zur Offenlegung der Geschäfte von Führungskräften.....	80
d) Publizitätspflichten nach §§ 21 ff. WpHG.....	82
e) Rechnungslegung.....	85
aa) Bilanzkontrolle.....	86
bb) Amtshaftung bei der Bilanzkontrolle.....	90
f) Zulassungsfolgepflichten.....	91
g) Pflichten nach §§ 31 ff. WpHG.....	95
h) Verbot der Marktmanipulation.....	102
i) Prospekte.....	106
j) Anlegerschutz bei Übernahmen.....	108
k) Persönliche Haftung der Organmitglieder.....	114
l) Prozessuale Durchsetzung der Ansprüche.....	116
m) Anlegerentschädigungssystem.....	120
n) Investmentvermögen.....	124
4. Ergebnis.....	127
II. Sonstiges Verfassungsrecht.....	133
1. Gesetzgebungskompetenz.....	134
2. Art. 20 GG.....	136
3. Art. 3 Abs. 1 GG.....	139
4. Art. 19 Abs. 4 GG.....	140
5. Art. 34 GG.....	143
a) Verfassungsrechtliche Vorgaben.....	144
b) Der Haftungsausschluss des § 4 Abs. 4 FinDAG.....	146
aa) Die gewandelte Rolle des Kapitalmarktes bei der Unternehmensfinanzierung.....	148
bb) Unterschiede in der Einflussnahme.....	154
c) Rechtsfolge.....	156
III. Ergebnis.....	157
D. Gemeinschaftsrecht.....	158
I. Umsetzung in deutsches Recht.....	158
II. Voraussetzungen für ein subjektives Gemeinschaftsrecht.....	161
III. Charakter von Aufsichtsregelungen.....	166
IV. Auslegung der Richtlinien.....	168
1. Richtlinie 85/611/EWG.....	169
a) Zulassungspflicht.....	170
b) Organisationspflichten.....	171
c) Verwahrstelle.....	171

d) Anlagepolitik.....	171
e) Informationspflichten.....	172
f) Allgemeine Verpflichtungen des OGAW.....	172
2. Richtlinie 97/9/EG.....	172
3. Richtlinie 98/26/EG.....	173
4. Richtlinie 2001/34/EG.....	173
5. Richtlinie 2003/6/EG.....	174
6. Richtlinie 2003/71/EG.....	175
7. Richtlinie 2004/25/EG.....	176
8. Richtlinie 2004/39/EG.....	177
a) Zulassungspflicht.....	177
b) Trennung von Eigentumsrechten.....	178
c) Wohlverhaltensregeln.....	178
d) Transparenzvorschriften.....	180
e) Interessenkonflikte.....	180
9. Richtlinie 2004/109/EG.....	181
10. Richtlinie 2006/49/EG.....	182
11. Durchführungsmaßnahmen nach dem Komitologie-Verfahren.....	183
V. Subjektive Rechte aus der Gesamtheit der Richtlinien.....	187
VI. Zwischenergebnis.....	190
VII. Folgen.....	192
1. Gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung.....	192
2. Ungleichbehandlung.....	196
VIII. Ergebnis.....	200
3. Teil: Gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch.....	202
A. Darstellung.....	202
I. Geschichtliche Entwicklung.....	202
II. Haftungsvoraussetzungen und Haftungsfolgen.....	204
1. Haftungsvoraussetzungen.....	204
a) Schutzzweck.....	205
b) Hinreichend qualifizierter Verstoß.....	206
c) Kausalität.....	207
2. Haftungsfolgen.....	207
III. Dogmatische Einordnung.....	208
IV. Typologie der Gemeinschaftsrechtsverletzungen.....	209
1. Legislative Rechtsverstöße.....	209
2. Administrative Rechtsverstöße.....	210
3. Judikative Rechtsverstöße.....	211
B. Anspruch wegen Verletzung kapitalmarktrechtlichen Gemeinschaftsrechts.....	211
I. Legislative Rechtsverstöße.....	212
1. Richtlinie 97/9/EG.....	212
2. Richtlinie 2004/39/EG.....	213
a) Wertpapierbegriff.....	214
b) Discount Broking.....	216
c) Opting-Out bei Kundenklassifizierung.....	217
d) Grandfathering.....	219
3. Richtlinie 2004/109/EG.....	221
II. Administrative und judikative Rechtsverstöße.....	222
III. Ergebnis.....	223
4. Teil: Schluss.....	224
A. Zusammenfassung der Ergebnisse.....	224



B. Forderungen an den Gesetzgeber.....	225
--	-----



# Einleitung

*„Mit der Entwicklung des Kreditwesens werden große konzentrierte Geldmärkte geschaffen. [...] Die Bankiers stellen dem Gelichter dieser Händler das Geldkapital des Publikums massenhaft zur Verfügung, und so wächst diese Brut von Spielern.“*

*Karl Marx, Das Kapital, Dritter Band, S. 527 f.*

Im Mittelpunkt des deutschen Staatshaftungsrechts steht der Amtshaftungsanspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG. Gerade dieser Anspruch soll nach dem Willen des Gesetzgebers aber für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht durch die Regelung des § 4 Abs. 4 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG)<sup>1</sup> ausgeschlossen werden. Denn gem. § 4 Abs. 4 FinDAG nimmt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr, so dass danach den Aufsichtspflichten nicht der erforderliche Drittbezug zukommt. Die Frage nach der Staatshaftung für fehlerhafte Kapitalmarktaufsicht ist daher im wesentlichen die Frage nach der Wirksamkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG. Aus diesem Grund steht im Zentrum dieser Arbeit eine Untersuchung der Verfassungs- und Gemeinschaftsrechtskonformität der Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG.

In der Vergangenheit hat sich die Wissenschaft schon in beträchtlichem Umfang mit dem Haftungsausschluss des § 6 Abs. 4 KWG und § 81 Abs. 1 S. 3 VAG für die Banken- und Versicherungsaufsicht auseinander gesetzt.<sup>2</sup> Es stellt sich daher die Frage nach der Berechtigung dieser Untersuchung, da man ja schließlich auch annehmen könnte, die in der Vergangenheit geäußerten Erwägungen seien *mutatis mutandis* auf die Kapitalmarktaufsicht zu übertragen. Indessen kann dieser Annahme nicht gefolgt werden. Denn neben der Existenz einer Entscheidung des BGH aus dem Jahre 2005

<sup>1</sup> Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) v. 22. April 2002, BGBl. I 2002, S. 1310.

<sup>2</sup> Vgl. *Binder*, WM 2005, 1781, 1786 f.; *Brendle*, Amtshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht?; *Cremer*, JuS 2001, 643 ff.; v. *Danwitz*, JZ 2005, 729 ff.; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt; *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht; *Nicolaysen*, GS Martens, S. 663 ff.; *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 34 Rn. 190; *ders.*, in: Münchener Kommentar, BGB, § 839 Rn. 251; *Schenke*, FS Lorenz, S. 473 ff.; *ders./Ruthig*, NJW 1994, 2324 ff.; *Tönnies*, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht; *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen; *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht; jeweils passim.

zum Haftungsausschluss bei der Bankenaufsicht<sup>3</sup>, die der kritischen Reflexion bedarf, bezieht diese Arbeit ihre Berechtigung aus nachfolgenden Gesichtspunkten:

Zum einen ist in der Vergangenheit, auch bei den monographischen Arbeiten,<sup>4</sup> der Gesichtspunkt der grundrechtlichen Schutzpflicht nicht oder nur stark verkürzt behandelt worden. Die Grundrechte gewähren dem Bürger nicht nur Schutz von Eingriffen durch den Staat, sondern verpflichten diesen auch zu einem Schutz der grundrechtlichen Güter vor Gefährdungen durch private Dritte. Ob der Staat dieser Verpflichtung für den Bereich des Kapitalmarktes, auch trotz der Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG, nachkommt oder diese mit der Schutzverpflichtung unvereinbar ist, ist bisher nicht eingehend geprüft worden. Eine Bestandsaufnahme des gegenwärtigen Kapitalmarktrechts zeigt, dass es um den Schutz des Anlegers im deutschen Recht keineswegs so gut bestellt ist wie es die allgegenwärtige Orientierung der Unternehmenspolitik am Shareholder-Value vermuten lässt.

Vor allem jedoch ist bei der verfassungsrechtlichen Beurteilung des Haftungsausschlusses die gewandelte Rolle des Kapitalmarktes bei der Unternehmensfinanzierung sowie das Auftreten neuer Akteure auf dem Kapitalmarkt zu berücksichtigen. Investmentfonds, Pensionsfonds und in zunehmendem Maße auch Hedgefonds sind auf dem deutschen Kapitalmarkt aktiv und üben Einfluss auf deutsche Unternehmen aus. Der Fall der Deutsche Börse AG, bei dem der Einfluss von Vertretern solcher Fonds zu einer Vereitelung der geplanten Übernahme der Londoner Börse und zum Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden geführt hat,<sup>5</sup> ist nur ein Beispiel für die Einflussnahme dieser Kapitalmarktakteure auf Unternehmen und steht für eine strukturelle Entwicklung, die auch bei der verfassungsrechtlichen Prüfung zu berücksichtigen ist. Ob vor diesem Hintergrund die vielfältigen Ausführungen, insbesondere des Bundesgerichtshofes, zur Verfassungsmäßigkeit des Haftungsausschlusses für die Bankenaufsicht auf diesen kapitalmarktbezogenen Haftungsausschluss übertragen werden können, bedarf einer genaueren Betrachtung.

<sup>3</sup> BGHZ 162, 49.

<sup>4</sup> Vgl. *Brendle*, Amtshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht?; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt; *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht; *Tönnies*, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht; *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen; *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht; jeweils passim.

<sup>5</sup> Vgl. *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2107 f.; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 54 ff.; *Windolf*, Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 10 f.

Neben dem Verfassungsrecht enthält auch das Gemeinschaftsrecht Vorgaben, deren Vereinbarkeit mit der Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG zu prüfen ist. Das Gemeinschaftsrecht bedient sich zur Durchsetzung seiner Vorgaben in den Mitgliedstaaten des Bürgers, indem es ihm die zur Durchsetzung seiner Rechte erforderliche Rechtsmacht verleiht. Es ist daher bei der Vermittlung von subjektiven Rechten im Vergleich zum deutschen Recht großzügig. Nun beruht das deutsche Kapitalmarktrecht zu weiten Teilen auf gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben. Gleichzeitig verneint die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG subjektive Rechte genau für diesen Bereich, so dass sich die Frage stellt, inwieweit diese gegenläufigen Vorgaben zu Friktionen führen und welche Folgen diesen zukommt. Auch diese Problematik ist in der haftungsrechtlichen Literatur bisher nur wenig behandelt worden, und insbesondere eine konkrete Betrachtung für die Kapitalmarktaufsicht steht noch aus.

Der wachsenden Bedeutung des Gemeinschaftsrechts für den Bereich des Kapitalmarktes wird in dieser Untersuchung noch unter einem zweiten Gesichtspunkt Rechnung getragen. Denn auch das Gemeinschaftsrecht normiert eine Haftung der Mitgliedstaaten. Die Frage, inwieweit diese gemeinschaftsrechtliche Staatshaftung Anspruchsgrundlage für Ersatzansprüche bei einer fehlerhaften Aufsicht im Bereich des Kapitalmarktes sein kann, wurde für diesen Bereich bisher nicht gestellt und soll nun beantwortet werden.

## **1. Teil: Staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts**

### **A. Begriffsbestimmung: Kapitalmarkt**

Gegenstand dieser Arbeit ist die staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts. Entscheidend ist daher, was unter dem Begriff Kapitalmarkt zu verstehen ist. Nach einer oft zitierten Aussage ist der Begriff des Kapitalmarkts einer der wohl „unpräzisesten und erklärungsbedürftigsten“ Begriffe der Fach- und Alltagssprache.<sup>6</sup> Es fehlt bisher an einer eindeutigen Definition des Begriffs Kapitalmarkt. Vielmehr existieren mehrere Definitionen, die sich in ihrem Bezugspunkt unterscheiden.<sup>7</sup> Zum einen wird auf das Produkt abgestellt. Danach wird in einen engen und einen weiten Kapitalmarkt begriff unterschieden. Zudem muss der Begriff des Kapitalmarkts von anderen Teilen des Finanzmarkts abgegrenzt werden. Um den Gegenstand dieser Arbeit festzulegen, werden im Folgenden die verschiedenen Definitionen dargelegt und danach bestimmt, welcher Begriff des Kapitalmarkts dieser Arbeit zugrunde gelegt wird.

Eine solche Bestimmung ist notwendig, da die unterschiedlichen Ansätze den Begriff des Kapitalmarkts in einer unterschiedlichen Weite definieren. Da aufsichtsrechtliche Regelungen teilweise nur für bestimmte Bereiche des Kapitalmarkts gelten, unterscheiden sich die durch die verschiedenen Begriffsbestimmungen definierten Bereiche auch in ihrer rechtlichen Struktur. Je nach zugrunde gelegtem Kapitalmarkt begriff ist die staatliche Aufsicht in dem dadurch vorgegebenem Bereich anders ausgeprägt. Um den Gegenstand dieser Untersuchung festzulegen, bedarf es daher einer Festlegung des in dieser Arbeit zugrunde gelegten Kapitalmarkt begriffs.

### **I. Kapitalmarkt im engeren Sinne**

Kapitalmarkt im engeren Sinne ist der Wertpapiermarkt und umfasst den Handel mit den in § 2 Abs. 1 WpHG genannten Wertpapieren.<sup>8</sup> Bei dem Kapitalmarkt im engeren Sinne kann zwischen Primär- und Sekundärmarkt unterschieden werden. Entscheidend für diese Unterscheidung ist, ob ein Wertpapier erstmals dem Anlegerpublikum angeboten wird oder bereits in Umlauf ist. Unter Primärmarkt versteht man den Markt, auf

---

6 Assmann, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 3.

7 Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 64.

8 Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 65; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.128.

dem Kapitalmarktpapiere zum ersten Mal platziert werden.<sup>9</sup> Diese Platzierung erfolgt im Wege der Begebung (Emission) der Wertpapiere. Dagegen bezeichnet man mit Sekundärmarkt den Handel mit bereits emittierten Wertpapieren.<sup>10</sup>

## **II. Kapitalmarkt im weiteren Sinne**

Zum Kapitalmarkt im weiteren Sinne gehört der sog. graue Kapitalmarkt. Im Gegensatz zum Kapitalmarkt im engeren Sinne werden hier nicht die in § 2 Abs. 1 WpHG genannten Wertpapiere gehandelt, sondern vor allem Anteile an Publikumspersonengesellschaften, Anteile an geschlossenen Immobilienfonds, ausländische Warentermingeschäfte oder Beteiligungen an Bauherrenmodellen.<sup>11</sup>

## **III. Abgrenzung zu anderen Teilen des Finanzmarkts**

Kapitalmarkt ist ein Teilmarkt des Finanzmarkts. Er ist daher von den anderen Teilmärkten, den Geld-, Devisen- und Derivatemarkten abzugrenzen. Der Geldmarkt dient dem Liquiditätsaustausch. Wenn Kreditinstitute auf ihren Girokonten bei der Zentralbank ein Guthaben haben, das das Mindestreserveguthaben übersteigt, dann wird dieses überschüssige Guthaben zu einem niedrigeren Satz verzinst. Daher überlassen Kreditinstitute ihr überschüssiges Zentralbankgeld anderen Kreditinstituten gegen eine marktübliche Verzinsung, um Zinsverluste zu vermeiden.<sup>12</sup> Dies ist der Geldmarkt im engeren Sinne. Der Geldmarkt im weiteren Sinne umfasst den beschriebenen Handel unter Kreditinstituten und den Handel mit Geldmarkttiteln.<sup>13</sup> Der Kapitalmarkt wird vom Geldmarkt anhand der Fristigkeit der angelegten Mittel abgegrenzt. Der Kapitalmarkt ist der Markt für mittel- und langfristige Kredite, der Geldmarkt dagegen der Markt für kurzfristige Kredite.<sup>14</sup>

---

9 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 68; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.174; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 218.

10 *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 218.

11 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 72; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.154; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 218.

12 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.158; *ders.* in: *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht, Kennzahl 050, S. 23 f.

13 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 81; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.159.

14 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 82; *Merkt/Rosbach*, JuS 2004, 217, 218.

Unter Devisenmärkten versteht man die Vielzahl von Kontakten zwischen Devisendisponenten bei Nichtbanken und Devisenhändler bei Kreditinstituten sowie zwischen den Devisenhändlern der Kreditinstitute untereinander.<sup>15</sup> Es werden Fremdwährungsguthaben bei einer ausländischen Bank und Schecks und Wechsel, die auf fremde Währungen lauten, gehandelt.<sup>16</sup>

Eng verknüpft mit den Kapital-, Geld- und Devisenmärkten sind die Termin- oder Derivatemärkte. Am Terminmarkt geht es um Geschäfte, die heute bindend abgeschlossen werden, aber erst zu einem späteren Zeitpunkt zu erfüllen sind. Termingeschäfte lassen sich in Futures und Optionen unterteilen. Beiden Produkten ist gemeinsam, dass sie sich auf ein anderes Finanzprodukt beziehen, den sog. Basiswert. Bei diesem Basiswert kann es sich um Kapitalmarktprodukte (Aktien, Anleihen), Geldmarktprodukte oder Devisen (Devisentermingeschäfte) handeln. Aufgrund dieser Ableitung von einem Basisprodukt bezeichnet man diese Produkte auch als Derivate.<sup>17</sup>

#### **IV. Kapitalmarktbegriff in dieser Untersuchung**

Diese Arbeit beschränkt sich auf die staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts. Die staatliche Aufsicht im Bereich von Geld-, Devisen- und Derivatemärkte ist nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Zudem wird dieser Arbeit der enge Kapitalmarkt-begriff zugrunde gelegt. Im Mittelpunkt der Untersuchung soll der Schutz von Kleinanlegern stehen. Da die meisten (nichtprofessionellen) Anleger auf dem Wertpapiermarkt tätig sind, bietet sich dieser als Untersuchungsgegenstand an.

---

15 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.166.

16 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 83; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.167 f.

17 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 84; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 195A; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.



Die Konzentration auf den engen Kapitalmarktbegriff bietet sich auch in argumentatorischer Hinsicht an. Denn im Mittelpunkt dieser Arbeit steht insbesondere die Frage, ob der Staat seiner Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG gerecht wird, indem er einen ausreichenden einfachgesetzlichen Schutz zugunsten des Anlegers bietet. Auf den Bereich des Kapitalmarkts im Sinne des engen Kapitalmarktbegriffs finden mehr anlegerschützende Regeln Anwendung als auf dem Kapitalmarkt im Sinne des weiten Kapitalmarktbegriffs. Daher muss bei einer eventuellen Nichterfüllung der grundrechtlichen Schutzpflicht auf dem Gebiet des engen Kapitalmarkts, dies für den Kapitalmarkt im Sinne des weiten Kapitalmarktbegriffs erst recht gelten.

## **B. Ziele des Kapitalmarktrechts**

Im Zuge dieser Untersuchung, insbesondere bei Anwendung der Schutznormtheorie und der Frage nach dem Schutzgesetzcharakter i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB, wird regelmäßig die Frage nach dem Zweck der einzelnen kapitalmarktrechtlichen Regelungen im Mittelpunkt stehen. Es sollen daher im Vorhinein die grundlegenden Ziele des Kapitalmarktrechts dargelegt werden. Das Kapitalmarktrecht verfolgt zwei vorrangige Regelungsziele: Funktionsschutz des Kapitalmarkts und Anlegerschutz.<sup>18</sup>

## **I. Funktionsschutz der Kapitalmärkte**

Die deutsche Volkswirtschaft ist auf einen funktionsfähigen und international wettbewerbsfähigen Kapitalmarkt angewiesen. Denn kapitalmarktfähige Unternehmen benötigen das Kapital von in- und ausländischen Investoren. Auch finanzieren sich die öffentlichen Haushalte zu einem nicht unerheblichen Teil über die Kapitalmärkte.<sup>19</sup> Die Bedeutung wird durch eine jüngere Entwicklung noch verstärkt. So spielt der Kapitalmarkt auch in der privaten Altersvorsorge eine immer wichtigere Rolle.<sup>20</sup>

Bei der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts lassen sich drei Teilaspekte hervorheben: die institutionelle, operationelle und alloкатive Funktionsfähigkeit.<sup>21</sup> Für eine institutionelle Funktionsfähigkeit müssen die Grundvoraussetzungen für einen funktionierenden Markt vorliegen.<sup>22</sup> Zu diesen Grundvoraussetzungen gehören ein möglichst freier

18 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 7; *Hopt*, ZHR 1977 (141), 389, 429; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.388.

19 z.B. durch Emission von Anleihen.

20 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.395 ff.; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.

21 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 23 ff.; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.

22 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 9; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.

Zugang von Anbietern und Investoren zum Markt, standardisierte (verkehrsfähige) Anlageprodukte und Aufnahmefähigkeit (Liquidität) des Marktes.<sup>23</sup> Unter operationeller Funktionsfähigkeit versteht man, dass die für die Marktteilnehmer entstehenden Transaktionskosten so gering wie möglich gehalten werden sollen. Denn je niedriger die Kosten, desto höher ist die Rendite. Und mit einer höheren Rendite gewinnt der Kapitalmarkt an Akzeptanz.<sup>24</sup> Im Vordergrund steht die allokativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Damit ist die Steuerungsfähigkeit des Kapitalmarkts gemeint. Das anlagefähige Kapital soll dorthin fließen, wo der jeweils dringendste Bedarf die höchste Rendite bei hinreichender Sicherheit der Anlage verspricht.<sup>25</sup> Voraussetzung dafür ist die Transparenz der Märkte und die bestmögliche Information der Anleger. Denn Anleger stellen ihre Mittel nur dann zur Verfügung, wenn sie ein ausreichendes Vertrauen in die Fairness, Stabilität und Integrität der Märkte haben.<sup>26</sup>

## II. Anlegerschutz

Der Anlegerschutz ist das zweite fundamentale Regelungsziel des Kapitalmarktrechts. Dabei ist zwischen dem Schutz des individuellen Anlegers und dem Schutz der Gesamtheit der Anleger zu unterscheiden.

Die meisten gesetzlichen Regelungen des Kapitalmarktrechts dienen dem Schutz der Gesamtheit der Anleger. Hintergrund dieser Regelungen ist, dass Kapitalmärkte nur funktionieren, wenn das Anlegerpublikum Vertrauen in die Integrität und Stabilität der Märkte hat.<sup>27</sup> Damit dienen diese Regelungen jedoch dem öffentlichen Interesse an effizienten Kapitalmärkten und somit dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts.<sup>28</sup> Dabei ist zu beachten, dass eine Norm, die dem Schutz der Gesamtheit der Anleger zu dienen bestimmt ist, letztlich auch dem einzelnen Anleger zu Gute kommt. Dies stellt jedoch aber einen bloßen Rechtsreflex dar und lässt diese Norm nicht zu einem Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB werden.<sup>29</sup> So soll beispielsweise die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität aus § 15 WpHG der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und damit

---

23 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 9; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.

24 *Assmann*, in: *Assmann, Schütze*, Hdb. des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 25; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.412.

25 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 24; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.

26 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.

27 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 13; *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220.

28 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.419; vgl. auch Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucks. 12/7918, S. 97.

29 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.420.

lediglich dem Schutz der Anleger als Gesamtheit dienen, nicht jedoch dem einzelnen Anleger, obwohl auch diese davon profitiert.<sup>30</sup>

Daneben verfolgt das Kapitalmarktrecht jedoch auch den Schutz des individuellen Anlegers. Einzelne kapitalmarktrechtliche Regelungen sind dem Schutz des individuellen Anlegers zu dienen bestimmt und damit Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB. Beispielsweise muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG Wertpapierdienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit erbringen. Diese Verpflichtung bezieht sich auf die jeweilige Anlageentscheidung des einzelnen Kunden, so dass diese Pflicht auch dem Schutz des einzelnen Anlegers zu dienen bestimmt ist.<sup>31</sup>

## **C. Kapitalmarktaufsicht**

### **I. Organe der Kapitalmarktaufsicht**

Die Aufsicht über den Kapitalmarkt wird in Deutschland von mehreren Organen ausgeübt. Zum einem unterliegt der Kapitalmarkt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Diese ist als oberste Aufsichtsbehörde bundesweit für den börslichen und außerbörslichen Handel mit Kapitalmarktprodukten zuständig.<sup>32</sup> Zudem erfolgt staatliche Aufsicht durch die zuständige oberste Landesbehörde (Börsenaufsichtsbehörde) und es findet eine Marktaufsicht durch die Handelsüberwachungsstellen der Börsen statt.

#### **1. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht**

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist eine Allfinanzaufsicht. Durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht<sup>33</sup> wurde mit Wirkung zum 1. Mai 2002 die BaFin errichtet. Diese neu errichtete Bundesanstalt vereint die Geschäftsbereiche der früheren Aufsichtsämter für das Kreditwesen (BAKred), den Wertpapierhandel (BAWe) und das Versicherungswesen (BAV) in einer Bundesbehörde (§ 1 Abs. 1 S. 1 FinDAG). Die BaFin ist eine bundesunmittelbare, rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts und untersteht der Rechts- und Fachaufsicht durch das Bundesministerium der Finanzen (§ 1 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 FinDAG).

---

30 Vgl. unten 2. Teil C. I. 3. a).

31 Vgl. unten 2. Teil C. I. 3. g).

32 Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 649.

33 BGBl. I 2002, S. 1310.

Mit der Errichtung der BaFin wird ein Allfinanz-Konzept verfolgt. Grund für diese Allfinanzaufsicht ist, dass sich auch in Deutschland ein integrierter Finanzmarkt herausbildet. Die Märkte von Banken, Versicherungsunternehmen und Wertpapierhäusern verschmelzen allmählich miteinander.<sup>34</sup> Ein Beispiel für diesen Prozess ist der Zusammenschluss von Allianz AG und Dresdner Bank AG zu einem Allfinanzkonzern. Dieser Vorgang wird auch als Auslöser für die Errichtung der BaFin bezeichnet.<sup>35</sup> Eine spartenmäßig getrennte Aufsicht wäre den Anforderungen eines integrierten Finanzmarkts nicht mehr gewachsen.<sup>36</sup> Die Aufsicht durch die BaFin erfasst daher sektorübergreifend den gesamten Finanzmarkt.

## **2. Die Börsenaufsichtsbehörden der Länder**

Die Börsenaufsichtsbehörden der Länder überwachen den Geschäftsverkehr an der Börse. Der Umfang ihrer Aufsicht ist in § 3 Abs. 1 BörsG bestimmt. Zum einen üben sie die Rechtsaufsicht über die Börsenorgane aus, d.h. sie kontrollieren die Gesetzmäßigkeit und Rechtmäßigkeit der Börsenselbstverwaltung. Zum anderen überwachen die Börsenaufsichtsbehörden das Verhalten der Handelsteilnehmer auf Recht- und Ordnungsmäßigkeit. Diese Aufsicht erstreckt sich auf die Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und Anordnungen durch die Handelsteilnehmer und die Emittenten, sowie auf die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse und der Börsengeschäftsabwicklung.<sup>37</sup>

## **3. Die Handelsüberwachungsstellen**

Die Handelsüberwachungsstelle überwacht den Handel an der Börse und die Börsengeschäftsabwicklung. Dabei hat die Handelsüberwachungsstelle gem. § 7 Abs. 1 BörsG „Daten über den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie die notwendigen Ermittlungen durchzuführen“. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Überwachung der Preisbildung an der Börse.<sup>38</sup>

---

34 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 621; *Hagemeister*, WM 2002, 1773, 1774.

35 *Hagemeister*, WM 2002, 1773, 1773.

36 *Hagemeister*, WM 2002, 1773, 1774.

37 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 677; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 27.

38 *Beck*, in: Schwark, KMRK, § 4 BörsG, Rn. 10.

Die Handelsüberwachungsstelle ist zwischen staatlicher Aufsicht und Selbstverwaltungsaufsicht angesiedelt.<sup>39</sup> Auf der einen Seite ist die Handelsüberwachungsstelle als eigenständiges Börsenorgan zu errichten und zu betreiben (§ 7 Abs. 1 S. 1 BörsG). Sie ist damit Teil der Selbstverwaltung der Börsen.<sup>40</sup> Andererseits hat die Handelsüberwachungsstelle eine eigenständige Stellung. Sie ist der Börsengeschäftsführung nicht unterstellt.<sup>41</sup> Die bei der Handelsüberwachungsstelle mit der Überwachungsaufgaben betrauten Personen können nur im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde abberufen werden (§ 7 Abs. 2 S. 3 BörsG).

## **II. Aufgaben und Befugnisse der BaFin**

Die BaFin ist die zentrale Aufsichtsbehörde für den börslichen und außerbörslichen Handel mit den in § 2 Abs. 1, 1a und 2 WpHG aufgeführten Kapitalmarktprodukten.<sup>42</sup> Sie übt die Aufsicht über alle im WpHG geregelten Rechtspflichten und Handlungsgebote aus (§ 4 Abs. 1 S. 1 WpHG). Daneben ist sie im für diese Untersuchung relevanten Bereich der Kapitalmarktaufsicht außerdem zuständig für

- die Überwachung der Verpflichtungen nach dem WpÜG (§ 4 WpÜG),
- die Wahrnehmung der Aufgaben nach dem InvG (§ 5 InvG),
- die Prüfung und Billigung von Prospekten für Wertpapiere, die öffentlich angeboten werden sollen oder für die die Zulassung zu einem organisierten Markt beantragt werden soll (§ 13 WpPG, § 32 BörsG) und
- die Funktion als zweite Prüfungsinstanz im Enforcement-Verfahren der Bilanzkontrolle (§§ 37n, 37p WpHG).

Die zur Ausübung ihrer Aufgabe notwendigen Befugnisse stehen der BaFin größtenteils in Form von Generalklauseln zur Verfügung. So normieren die Vorschriften §§ 4 Abs. 1 S. 3, Abs. 2 S. 1 WpHG, § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG und § 5 S. 3 InvG, dass die BaFin geeignete und erforderliche Anordnungen treffen kann, um Missstände zu beseitigen bzw. die Durchsetzung der Gesetze zu gewährleisten. Daneben enthalten die Gesetze teilweise noch eine Reihe von Spezialbefugnissen.

39 *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 24.

40 Vgl. BT-Drucks. 12/6679, S. 60; *Beck*, in: Schwark, KMRK, § 4 BörsG, Rn. 4; *Brockhausen*, WM 1997, 1924, 1924.

41 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 684; *Kümpel*, WM 1994, 229, 231.

42 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 652 f.; *Hirte/Heinrich*, in: Möllers/Hirte, KölnKomm, WpHG, Einl. Rn. 92.

Es ist dabei gesetzlich normiert, dass die BaFin die ihr zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahrnimmt. Die diesbezügliche Zentralnorm ist der § 4 Abs. 4 FinDAG. Er sei wegen seiner Bedeutung für diese Arbeit an dieser Stelle im Wortlaut wieder gegeben:

„Die Bundesanstalt nimmt ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr.“

Zudem normieren die Vorschriften §§ 3 Abs. 3, 7 Abs. 6 BörsG, dass auch die Aufsichtstätigkeit der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle sowie nach §§ 12 Abs. 6, 15 Abs. 6, 22 Abs. 2 S. 3 BörsG die Tätigkeit von Börsenrat, Börsengeschäftsführung und Sanktionsausschuss nur im öffentliche Interesse erfolgt. Es ist daher für den gesamten Bereich der Kapitalmarktaufsicht gesetzlich festgelegt, dass diese ausschließlich im öffentlichen Interesse erfolgt.

## 2. Teil: Anspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG

Sollten die staatlichen Aufsichtsbehörden bei Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts einen Fehler begehen und dadurch Anleger einen Schaden erleiden, stellt sich die Frage, ob der Staat für diesen Schaden haftet. Es müssten die Voraussetzungen des Amtshaftungsanspruchs aus § 839 Abs. 1 S. 1 BGB i.V.m. Art. 34 S. 1 GG vorliegen. Voraussetzung für einen Amtshaftungsanspruch ist, dass ein Beamter (im haftungsrechtlichen Sinne) in Ausübung eines öffentlichen Amtes schuldhaft eine drittbezogene Amtspflicht verletzt hat und jemandem dadurch ein Schaden entstanden ist. Problematisch erscheint in diesen Konstellationen besonders das Kriterium der Drittbezogenheit der Amtspflicht. Diese Untersuchung wird sich daher allein dieser Voraussetzung widmen.

### A. Drittbezug der Amtspflicht

Es stellt sich die Frage, ob durch eine fehlerhafte Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts eine drittbezogene Amtspflicht verletzt wurde. Um diese Frage klären zu können, müssen zunächst die allgemeinen an die Drittbezogenheit zu stellenden Anforderungen bestimmt werden. In Anwendung der zuvor ermittelten Anforderungen werden sodann die aufsichtsrechtlichen Regelungen im Bereich des Kapitalmarkts auf ihren Drittbezug untersucht. Dabei stellt sich insbesondere die Frage, ob ein Drittbezug durch § 4 Abs. 4 FinDAG wirksam ausgeschlossen wurde.

### I. Begriffsbestimmung

Das Kriterium des Drittbezugs erscheint unbestimmt. So bezeichnet *Fritz Ossenbühl* die Frage nach dem Drittbezug als ewige „crux des Amtshaftungsanspruchs“<sup>43</sup>. Noch weiter gehen *Kayser / Leiß*, nach denen derjenige Dritter i.S.v. § 839 Abs. 1 S. 1 BGB ist, „wen die Rechtsprechung (...) immer öfter (...) ohne jede Rechtfertigung als Dritten erklärt“<sup>44</sup>. Die Rechtsprechung hat das Kriterium dahingehend konkretisiert, dass entscheidend für die Qualifizierung eines Geschädigten als Dritten i.S.v. § 839 Abs. 1 S. 1 BGB ist, „ob die Amtspflicht – wenn auch nicht notwendig allein, so doch auch – den Zweck hat, das Interesse gerade dieses Geschädigten wahrzunehmen. Nur wenn sich aus den die Amtspflicht begründenden und sie umreißen Bestimmungen sowie aus der besonderen Natur des Amtsgeschäfts ergibt, dass der Geschädigte zu dem Personenkreis gehört, dessen Belange nach dem Zweck und der rechtlichen Bestimmung des Amtsgeschäfts

---

43 *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 57.

44 *Kayser/Leiß*, Die Amtshaftung, S. 34.

geschützt und gefördert werden sollen, besteht ihm gegenüber bei schuldhafter Pflichtverletzung eine Schadensersatzpflicht.“<sup>45</sup> Danach ist entscheidend, ob die einschlägige rechtliche Bestimmung Individualschutz bezweckt. Für die Beantwortung dieser Frage wird die Schutznormtheorie herangezogen.<sup>46</sup>

## 1. Schutznormtheorie

Die Schutznormtheorie geht auf eine Rechtsentwicklung des Spätkonstitutionalismus zurück und hat im Laufe der Zeit erhebliche Modifikationen erfahren. Das Spektrum der vertretenen Meinungen lässt sich dabei in ältere und neuere Schutznormtheorien einteilen.<sup>47</sup> Es ist der Verdienst *Ottmar Böhlers*, dem Schutznormdenken erstmals eine Struktur gegeben zu haben.<sup>48</sup> Nach seiner Ansicht setzte die Anerkennung eines subjektiven öffentlichen Rechts voraus, dass ein „objektiver Rechtssatz“ vorliegt, der zum „Schutz von Individualinteressen“ bestimmt ist. Sollte der Schutzcharakter nicht eindeutig hervortreten, so sei dieser durch Auslegung zu ermitteln. Dabei sei in erster Linie auf die Gesetzmaterialien zurückzugreifen. Sollten diese keine Antwort bieten, sei auf die faktische Wirkung abzustellen.<sup>49</sup>

Die Konzeption *Böhlers* ist für die weitere Rechtsentwicklung wegweisend geblieben, jedoch wurde sein Ansatz erheblich modifiziert.<sup>50</sup> Ein Ergebnis der Diskussion um diese Schutznormtheorie neuerer Prägung hat *Eberhard Schmidt-Aßmann*<sup>51</sup> formuliert. Diese Stellungnahme ist viel beachtet worden und fast alle seither erschienen Stellungnahmen setzten sich mit ihr auseinander.<sup>52</sup> Sie sei daher als Musterbeispiel für die neuere Schutznormtheorie kurz dargestellt.

Anders als bei der „alten“ Schutznormtheorie spielt für die Schutznormtheorie neuerer Prägung die faktische Wirkung einer Norm keine Rolle mehr.<sup>53</sup> Vielmehr ist der

---

45 St. Rspr., vgl. BGHZ 129, 23, 25; weiterhin BGHZ 63, 35, 38 f.; 65, 196, 198; 74, 144, 146 f.; 84, 292, 299; 89, 1, 5 f.; 90, 310, 311 f.; 93, 87, 91; 110, 1, 8 f.

46 *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 50.

47 *Bauer*, AöR 113 (1988), 582, 587.

48 Vgl. *Böhler*, Die subjektiven öffentlichen Rechte und ihr Schutz in der deutschen Verwaltungsrechtsprechung, passim.

49 *Böhler*, Die subjektiven öffentlichen Rechte und ihr Schutz in der deutschen Verwaltungsrechtsprechung, S. 45 ff.

50 *Bauer*, AöR 113 (1988), 582, 589 f.

51 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 116 ff.

52 *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 87.

53 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4 GG, Rn. 128.



subjektiv-rechtliche Gehalt einer Norm durch juristische Auslegung zu ermitteln. Dabei ist der Schutzzweck nicht ausschließlich und auch nicht vorrangig aus dem nachweisbaren Willen des Normgebers abzuleiten.<sup>54</sup> Damit verabschiedet sich die Schutznormtheorie neuerer Prägung von dem Vorrang der historischen Auslegung. Daneben ist der Schutzzweck nicht allein aus der Einzelnorm zu ermitteln, sondern es ist auch das sie umgebenden Normgefüge zu berücksichtigen.<sup>55</sup> Anknüpfungspunkt für ein subjektives öffentliches Recht ist nach der neueren Schutznormtheorie zuerst das einfache Recht.<sup>56</sup> Jedoch können bei der Ermittlung des Schutzzwecks die Grundrechte in ihrer normeninternen Wirkung eine wertverdeutlichende, systematisierende Rolle spielen.<sup>57</sup>

## 2. Kritik an der Schutznormtheorie

Die Schutznormtheorie ist vielfach kritisiert worden.<sup>58</sup> Dabei können mehrere Hauptkritikpunkte ausgemacht werden. Zum einen vertreten die Kritiker, dass eine (trennscharfe) Unterscheidung zwischen öffentlichen und individuellen Interessen kaum möglich sei. Ein weiterer Angriffspunkt ist der ungesicherte Kanon an Auslegungsmethoden und -regeln, die bei der Qualifizierung einer Norm als Schutznorm anzuwenden sind. Daneben wird das Verhältnis von Schutznormtheorie und höherrangigem Recht, also den Grundrechten und Gemeinschaftsrecht, diskutiert. Zuletzt stellt sich die Frage, ob die Schutznormtheorie mit ihren Wurzeln im Spätkonstitutionalismus noch den Anforderungen in einem modernen Leistungsstaat mit seinen multipolaren Konfliktlagen gerecht wird.

Im Folgenden wird daher die Rechtsverhältnislehre als die von den Kritikern am häufigsten postulierte Alternative zur Schutznormtheorie dargestellt. Danach wird anhand der Kritikpunkte an der Schutznormtheorie geprüft, ob deren Anwendung noch zu rechtfertigen ist oder ob eine Anwendung der Rechtsverhältnislehre vorzugswürdig erscheint. Für den Fall einer Anwendung der Schutznormtheorie wird im Gang der Prüfung zu klären sein, in welcher Form die Schutznormtheorie Anwendung findet. Die

---

54 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 128, 138.

55 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 128, 139 ff.; so auch: *Wahl/Schütz*, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, § 42 Abs. 2, Rn. 45; *Schlichter*, NVwZ 1983, 641, 641.

56 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 127.

57 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 128; so auch: *Wahl/Schütz*, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, § 42 Abs. 2 Rn. 45.

58 *Bauer*, AöR 113 (1988), 582 ff.; *ders.* in: Heckmann/Meßerschmidt, Gegenwartsfragen des Öffentlichen Rechts, S. 113 ff.; *Sailer*, NuR 1987, 207, 211; *Schmidt-Preuß*, Kollidierende Privatinteressen im Verwaltungsrecht, S. 186 ff.; *Zuleeg*, DVBl. 1976, 509, 521.

Beantwortung dieser Fragen ist entscheidend für die Bestimmung des Drittbezugs der aufsichtsrechtlichen Normen.

#### **a) Rechtsverhältnislehre**

Die Rechtsverhältnislehre knüpft an den zwischen der Verwaltung und einem oder mehreren Bürgern bestehenden Rechtsverhältnissen an.<sup>59</sup> Es soll in einer Gesamtbeurteilung, gleichsam in einem Rund-um-Blick, das Rechtsverhältnis erfasst werden. Dabei ist nicht nur das einfache Recht, sondern auch das Verfassungsrecht und die Sachstrukturen zu berücksichtigen. Aus diesem Gesamtbild von einander bedingenden und ineinander verwobenen Rechten und Ansprüchen<sup>60</sup>, sollen die aus dem jeweiligen Rechtsverhältnis resultierenden Einzelrechte abgeleitet werden. Im Vergleich mit der Schutznormtheorie ändert sich der Schwerpunkt der Perspektive. Es steht nicht mehr die Einzelnorm im Mittelpunkt, sondern das sie umgebene Normgefüge.<sup>61</sup>

#### **b) Unterscheidung von privaten und öffentlichen Interessen**

Die Frage, ob sich individuelle Interessen und öffentliche Interessen überhaupt unterscheiden lassen, scheint auf den ersten Blick gerechtfertigt. Schon *Ottmar Bühler* erkannte, dass „jede Norm, die dem Schutz von Individualinteressen dient, gleichzeitig auch indirekt Allgemeininteressen dient“.<sup>62</sup> Es wird daher vertreten, dass öffentliche und private Interessen „unentwirrbar miteinander verflochten“<sup>63</sup> oder „zuweilen deckungsgleich“<sup>64</sup> seien.

Diese Auffassungen verkennen jedoch, dass die Schutznormtheorie keine Unterscheidung zwischen privaten und öffentlichen Interessen in Form eines Gegensatzes verlangt. Schließlich verlangt sie nur, dass die Norm *auch* dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist. Die Schutznormtheorie trägt damit dem Umstand Rechnung, dass jede Norm, die dem Schutz von Individualinteressen dient, auch dem Schutz von

---

59 *Bachof*, VVDStRL 30 (1972), 193, 231; *Bauer*, AöR 113 (1988), 582, 611 f.; *ders.*, DVBl. 1986, 208, 215; *Breuer*, DVBl. 1986, 849, 854; *ders.*, DVBl. 1983, 431, 437; *Henke*, DÖV 1980, 621. 622 f.; *ders.*, Das subjektive öffentliche Recht, S. 60 f.

60 Siehe beispielhaft zum öffentlichen Baunachbarrecht: *Bauer*, AöR 113 (1988) 582, 622 ff.

61 *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 58.

62 *Bühler*, Die subjektiven öffentlichen Rechte und ihr Schutz in der deutschen Verwaltungsrechtsprechung, S. 44.

63 *Bauer*, in: Heckmann/Meßerschmidt, Gegenwartsfragen des Öffentlichen Rechts, S. 127.

64 *Schmitt Glaeser*, in: Lerche/Schmitt Glaeser/Schmidt-Aßmann, Verfahren als staats- und verwaltungsrechtliche Kategorie, S. 35 ff.

Allgemeininteressen dient.<sup>65</sup> Zudem verlangt das Gesetz auch an anderer Stelle die Unterscheidung zwischen Allgemein- und Individualinteresse. So ist nach § 42 Abs. 2 VwGO die Verletzung einer individualschützenden Norm Voraussetzung für die Zulässigkeit von Anfechtungs- und Verpflichtungsklagen. Der Gesetzgeber geht damit selbst davon aus, dass eine solche Unterscheidung möglich ist.<sup>66</sup>

Von der Möglichkeit einer solchen Trennung von Allgemein- und Individualinteressen ist die Frage nach dem Sinn einer solchen strikten Trennung zu unterscheiden. In vielen Bereichen, insbesondere im Umweltrecht, erscheint die Anerkennung von Allgemein- oder Gruppeninteressen als klagefähige Positionen zur Durchsetzung der Normen und der damit verfolgten Ziele vorzugswürdig. Zudem wird mit Blick auf die europarechtlichen Vorgaben der strikte Rekurs auf Individualinteressen wohl kaum haltbar sein.<sup>67</sup> Dies ändert jedoch nichts daran, dass die Trennung logisch möglich ist. Auch die dargelegten Anforderungen sprechen nicht per se gegen die Schutznormtheorie. Vielmehr kann diesen im Wege einer behutsamen Modifikation begegnet werden.

### **c) Auslegungsmethoden und -regeln**

Nach der Schutznormtheorie ist der Normzweck durch Auslegung zu ermitteln. Dabei soll auf einen „Kanon von Methoden und Regeln“<sup>68</sup> zurückgegriffen werden. Zu diesem Kanon zählen die klassischen Auslegungsmethoden Wortlaut, Historie, System und Telos, die jedoch für die Schutznormtheorie modifiziert werden.<sup>69</sup> Dabei wird der Schutznormtheorie vorgeworfen, dass sie über keinen gesicherten Kanon an Auslegungsmethoden und -regeln verfüge.<sup>70</sup> Diesem Vorwurf kann nur voll zugestimmt werden.<sup>71</sup> Selbst die Vertreter des „Kanons“ geben an, dass dieser „entwicklungsoffen“ ist und das Gewicht der einzelnen Kriterien schwankt.<sup>72</sup> Es bleibt jedoch festzuhalten, dass diese Schwäche der Schutznormtheorie zugleich auch eine Stärke darstellt. Denn mit diesem flexiblen Kanon an Auslegungsmethoden und -regeln kann auf die Verände-

---

65 So wohl auch *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 57; *Schmidt-Aßmann*, VVDStRL 34, 221, 234, nach dem „insofern subjektives und objektives Recht ein gutes Stück gemeinsamen Weges gehen“.

66 *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 57.

67 Vgl. 2. Teil D. I., II.

68 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 128.

69 Ausführlich dazu *Huber*, Konkurrenzschutz im Verwaltungsrecht, S. 109 ff.

70 *Bauer*, AöR 113 (1988), 582, 596 ff.; *ders.*, in: Gegenwartsfragen des Öffentlichen Rechts, S. 128 ff.

71 Überzeugend insoweit die Darstellung bei *Bauer*, AöR 113 (1988), 582, 596 ff.

72 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4 GG, Rn. 128.

rungen der tatsächlichen Gegebenheiten, Wandlungen der Wertvorstellungen und einen Wechsel der Anschauungen reagiert werden.<sup>73</sup>

#### **d) Schutznormtheorie und Grundrechte**

Es stellt sich die Frage, welche Rolle die Grundrechte innerhalb der Schutznormtheorie spielen. Der Schutznormtheorie älterer Prägung wurde stets vorgeworfen, dass sie durch die Verengung des Blicks auf die Schutzrichtung des einfachen Rechts die Rolle der Grundrechte nicht ausreichend anerkenne.<sup>74</sup> Dies kann der Schutznormtheorie neuerer Prägung nicht mehr vorgeworfen werden. Es besteht weitgehende Einigkeit, dass die Grundrechte im Rahmen der Schutznormtheorie zu berücksichtigen sind.<sup>75</sup> Es ist jedoch zu klären, in welcher Weise und in welchem Umfang dies der Fall ist. Da die Schutznormtheorie der Bestimmung von subjektiven öffentlichen Rechten dient, ist die Frage nach dem Verhältnis von Schutznormtheorie und Grundrechten eng verknüpft mit der Frage nach dem Verhältnis von subjektiven öffentlichen Rechten und Grundrechten.

Es stellt sich die Frage, ob sich subjektive öffentliche Rechte unmittelbar aus den Grundrechten ergeben können. Dies erscheint auf den ersten Blick zweifelhaft, denn die Grundrechte mit ihren vergleichsweise wenigen Regelungen und prinzipienhaften Charakter erscheinen als wenig geeignet, die Vielzahl der Konflikte zwischen den einzelnen Grundrechtspositionen einem Ausgleich zuzuführen.<sup>76</sup> Es besteht daher weitgehende Einigkeit, dass sich subjektive öffentliche Rechte vorrangig aus dem einfachen Recht ergeben, soweit der Gesetzgeber eine einfachgesetzliche Regelung zum Ausgleich der konfligierenden Interessen geschaffen hat.<sup>77</sup> Es wird zwar vereinzelt vertreten, dass sich Schutznormen auch unter Umgehung des einfachen Rechts unmittelbar aus den Grundrechten ergeben können.<sup>78</sup> Dies ist jedoch abzulehnen, denn es ist primär Aufgabe

---

73 *Bauer*, AöR 113 (1988), 582, 607 f.; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 63.

74 Vgl. *Bothe*, JZ 1975, 399, 400 f.; *Zuleeg*, DVBl. 1975, 509, 511 m.w.N.

75 Vgl. *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 128; *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 645 ff.

76 Vgl. *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 644 f.

77 *Breuer*, DVBl. 1986, 849, 854; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 88 f.; *Huber*, Konkurrenzschutz im Verwaltungsrecht, S. 206; *Ramsauer*, AöR 111 (1986), 501, 514; *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4 GG, Rn. 127; *Schmidt-Preuß*, Kollidierende Privatinteressen im Verwaltungsrecht, S. 37 ff.; *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 642 ff.; *ders.*, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 76.

78 *Bernhardt*, JZ 1963, 302, 306; *Zuleeg*, DVBl. 1976, 509, 514 ff.; auch *Huber*, Konkurrenzschutz im Verwaltungsrecht, S. 281 f., leitet subjektive öffentliche Rechte strikt aus einer Interpretation der Grundrechte ab.

des Gesetzgebers, den Ausgleich unter konfligierenden Grundrechten zu schaffen.<sup>79</sup> Mit der Zuweisung von konkreten Rechtspositionen und Rechtsbeziehungen kann auf der einfachgesetzlichen Ebene die unübersehbare Vielfalt an grundrechtlich geschützten Interessen zu einem konkreten Ausgleich gebracht werden. Wenn der Gesetzgeber einen solchen Ausgleich geschaffen hat, dann ist dieser zu respektieren und kann nicht unter Berufung auf die Grundrechte ausgehebelt werden.<sup>80</sup>

Doch auch wenn sich subjektive öffentliche Rechte aus dem einfachen Recht ergeben, wirken die Grundrechte. Denn bei der Ausformung der Rechtspositionen im einfachen Recht ist der Gesetzgeber an die Grundrechte gebunden und muss die grundrechtlich geschützten Interessen zu einem gerechten Ausgleich bringen.<sup>81</sup> Ihre Wirkung entfalten die Grundrechte normintern, indem Sie eine wertverdeutlichende, systematisierende Rolle bei der Interpretation des einfachen Rechts spielen. Eine Möglichkeit, dieser Rolle Ausdruck zu verleihen, ist die verfassungsorientierte oder verfassungskonforme Auslegung des einfachen Rechts.<sup>82</sup>

Neben diesem Bereich der norminternen Wirkungsweise der Grundrechte, können die Grundrechte auch unmittelbare Wirkung finden. Soweit es an einer einfachgesetzlichen Regelung fehlt oder diese den grundrechtlichen Anforderungen, auch im Wege einer verfassungskonformen Auslegung, nicht gerecht wird, kann zur Begründung subjektiver öffentlicher Rechte unmittelbar auf die Grundrechte zurückgegriffen werden. Insoweit steht der Anwendungsvorrang des Gesetzes einem Rückgriff auf die Grundrechte nicht entgegen.<sup>83</sup> Für die Anwendung der Schutznormtheorie ist dieser Wirkungsbereich jedoch zu vernachlässigen, da diese zur Bestimmung von subjektiven öffentlichen Rechten an der einzelnen einfachgesetzlichen Norm ansetzt.

Es bleibt damit festzuhalten, dass die Grundrechte bei der Bestimmung subjektiver öffentlicher Rechte eine Rolle spielen. Zum einen können sie in ihrer normexternen

---

79 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4 GG, Rn. 127.

80 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4 GG, Rn. 127; *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 642 ff.; *ders.*, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 76.

81 *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 645 f.; *ders.*, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 77; Vgl. auch BVerfGE 52, 1, 29.

82 *Ramsauer*, AöR 111 (1986), 502, 527 ff.; *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 123, 128; *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 647 ff.

83 *Ramsauer*, AöR 111 (1986), 501, 514; *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 127; *Wiegand*, BayVBl. 1994, 609, 615; ähnlich und im Ergebnis gleich *Wahl*, DVBl. 1996, 641, 648, der jedoch den Umweg über eine richterrechtliche Rechtsfortbildung für notwendig hält.

Wirkung selbst subjektive öffentliche Rechte begründen. Zum anderen können sie in ihrer norminternen Wirkung die Auslegung der einfachgesetzlichen Norm beeinflussen. Die Grundrechte sind daher bei der Anwendung der Schutznormtheorie im oben dargelegten Umfang, nämlich in ihrer norminternen Wirkungsweise, beachtlich.

### 3. Stellungnahme

Es bleibt festzuhalten, dass es der Rechtsverhältnislehre gelingt, die faktischen Verhältnisse zu berücksichtigen, indem sie auf die „Sachstrukturen“<sup>84</sup> rekurriert. Dabei ist jedoch fraglich, ob dies wirklich ein Argument zugunsten der Rechtsverhältnislehre darstellt. Denn es bestehen Zweifel an der Tauglichkeit dieses Kriteriums. In einfach gelagerten Entscheidungszusammenhängen lässt sich eine faktische Betroffenheit noch halbwegs eindeutig ermitteln, z.B. im öffentlichen Baunachbarrecht. Doch spätestens in größeren Entscheidungszusammenhängen lässt sich eine solche faktische Betroffenheit nicht mehr eindeutig ermitteln, so z.B. bei der Raumplanung. Denn in diesen Bereichen bestehen eine Vielzahl von Haupt-, Neben-, Nah- und Fernwirkungen, so dass sich eine beliebige Betroffenheit ergibt. Dann wird dieses Kriterium völlig konturlos.<sup>85</sup> Zudem ist es Aufgabe der Gesetzgebers, den Ausgleich zwischen konfligierenden Grundrechten zu konstituieren. Mit der Berücksichtigung der faktischen Verhältnisse dagegen, würde dieser Ausgleich (zumindest zum Teil) in die Hände der Judikative gelegt. Daher dürfen die faktischen Verhältnisse nicht berücksichtigt werden. Mit ihrem normativen Ansatz sichert die Schutznormtheorie diese Gestaltungsfreiheit des Gesetzgebers und damit den Vorrang des Gesetzes.<sup>86</sup>

Insgesamt erscheinen die Unterschiede zwischen Rechtsverhältnislehre und Schutznormtheorie eher gering. Trotz der unterschiedlichen Ansatzpunkte wird nach beiden Lehren das umgebende Normgefüge, insbesondere die Grundrechte, berücksichtigt. Daher wird auch zunehmend vertreten, dass beide Lehren nicht in einem gegensätzlichen Verhältnis stehen, sondern vielmehr konvergieren bzw. einander komplementieren.<sup>87</sup> Es besteht jedoch kein Bedürfnis für eine solche Kombination von

84 *Bauer*, AöR 113 (1988) 582, 614; *Henke*, DÖV 1980. 621, 623.

85 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 120.

86 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 129; *Breuer*, DVBl. 1986, 849, 854.

87 *Gröschner*, Die Verwaltung 30 (1997), 301, 319; *Huber*, Konkurrenzschutz im Verwaltungsrecht, S. 168 ff.; *Schmidt-Preuß*, Kollidierende Privatinteressen im Verwaltungsrecht, S. 20 ff.; *Pietzcker*, Die Verwaltung 30 (1997), 281, 299; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 60 plädiert für eine hintereinander geschaltete Kombination aus Schutznormtheorie und Rechtsverhältnislehre. Dabei bleibt jedoch unklar, wie diese Kombination konkret angewandt werden soll.

Schutznormtheorie und Rechtsverhältnislehre. Denn letztlich kann die Rechtsverhältnislehre nicht überzeugen. Es ist nicht ersichtlich, inwieweit sie – und sei es nur als Ergänzung zur Schutznormtheorie – ein überzeugenderes Ergebnis als die Schutznormtheorie bieten kann. Die genauen Kriterien für eine Anwendung der Rechtsverhältnislehre sind nicht umfassend geklärt.<sup>88</sup> Zudem berücksichtigt die Schutznormtheorie alle relevanten Umstände und bietet mit ihrer Entwicklungsoffenheit auch die Voraussetzungen, dies in Zukunft zu tun.<sup>89</sup>

Der konkrete Bezug auf eine einzelne Norm ist ein weiteres Argument für die Anwendung der Schutznormtheorie. Denn dieser konkrete Bezug stellt eine Verbindung her zwischen dem mittels der Schutznormtheorie gefundenen Ergebnis und der normativen Grundentscheidung.<sup>90</sup> Insgesamt erscheint damit die Anwendung der Schutznormtheorie vorzugswürdig. Im Folgenden wird daher der Drittbezug der aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts unter Anwendung der Schutznormtheorie neuerer Prägung ermittelt.

## **II. Auslegung der aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts**

Nachdem zuvor die methodischen Prämissen behandelt wurden, ist nun zu klären, ob die Aufsichtspflichten im Bereich des Kapitalmarkts Drittbezug aufweisen. Daher ist nun unter Anwendung der Schutznormtheorie in der vorher erörterten Prägung zu untersuchen, ob die den Aufsichtspflichten zugrundeliegenden Normen Individualschutz bezwecken.

Diese Fragestellung erscheint auf den ersten Blick aufgrund der eindeutigen Vorschrift des § 4 Abs. 4 FinDAG<sup>91</sup> überflüssig. Doch zum einen ist es für die Beurteilung der

---

88 Gröschner, Das Überwachungsrechtsverhältnis, S. 345; kritisch bzgl. der Funktion der Rechtsverhältnislehre auch v. Danwitz, Die Verwaltung 30 (1997), 339, 362 f.

89 Beispielhaft für die Weiterentwicklung der Schutznormtheorie ist die Reaktion auf die Herausforderungen durch multipolare Interessenlage im Verwaltungsrecht. Schmidt-Preuß, Kollidierende Privatinteressen im Verwaltungsrecht, und Wahl, in Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 102, gelingt es durch systematisch-strukturbezogene Auslegung die Schutznormtheorie so zu präzisieren, dass sie dieser Herausforderung begegnet.

90 Gratias, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 57.

91 Und seiner Parallelvorschriften §§ 3 Abs. 3, 7 Abs. 6, 12 Abs. 6, 15 Abs. 6, 22 Abs. 2 S. 3 BörsG. Der Einfachheit halber wird im Folgenden nur § 4 Abs. 4 FinDAG genannt, gemeint ist damit jedoch jede Vorschrift, die bestimmt, dass die staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts nur im öffentlichen Interesse erfolge.

Wirksamkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG<sup>92</sup> von Relevanz zu wissen, in welchem einfachgesetzlichen Umfeld dieser wirkt. Zudem würde bei einer Unwirksamkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG dieses Umfeld wieder einschlägig werden. Es wird daher im Folgenden unter gedanklicher Ausklammerung von § 4 Abs. 4 FinDAG untersucht, ob die den Aufsichtspflichten im Kapitalmarkt zugrundeliegenden Normen Individualschutz bezwecken. Dabei beschränkt sich diese Arbeit im folgenden Abschnitt darauf zu untersuchen, ob zumindest einige der Aufsichtspflichten bei Ausklammerung von § 4 Abs. 4 FinDAG drittbezogen sind. Denn aufgrund der Vielgestaltigkeit der Aufsichtspflichten und des konkreten Charakters der Schutznormermittlung erscheint es unmöglich, alle möglichen Aufsichtspflichten auf ihre Drittbezogenheit zu untersuchen. Es soll daher zur Charakterisierung des einfachgesetzlichen Umfelds ausreichen darzulegen, dass zumindest einzelne Aufsichtspflichten Drittbezug aufweisen und daher drittbezogene Aufsichtspflichten prinzipiell möglich sind.

### **1. Normabstrakte Argumentation**

In der älteren Rechtsprechung wurde der Drittbezug von Aufsichtspflichten im Bereich der Wirtschaft stets verneint.<sup>93</sup> So hat sich der BGH gegen einen Drittbezug der Aufsichtspflichten im Bereich der Versicherungsaufsicht entschieden. Er tat dies mit dem Argument, dass bei der Versicherungsaufsicht eine große und unbestimmte Zahl von Personen betroffen ist. Dies spreche gegen einen Drittbezug.<sup>94</sup> Diese Argumentation ließe sich auch auf die Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts übertragen. Schließlich ist auch in diesem Bereich regelmäßig eine große und unbestimmte Zahl von Personen betroffen.

Daneben könnte der Charakter der staatlichen Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts zu beachten sein. Es wird für die Ermittlung der Zielrichtung der aufsichtsrechtlichen Regelungen im Kapitalmarktrecht auf die Zweckrichtung des allgemeinen Polizei- und Ordnungsrecht zurückgegriffen.<sup>95</sup> Dort werden als Schutzgut der öffentlichen Sicherheit auch die individuellen Rechte des Einzelnen geschützt.<sup>96</sup> Dies setzt jedoch voraus, dass es sich bei der Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts um eine spezialpolizeiliche

92 S. unten 2. Teil B., C. und D.

93 So schon das RG, JW 60 (1931), 3097 und ihm folgend BGHZ 58, 96 ff.

94 OLG Frankfurt a.M., VersR 1970, 657.

95 Vgl. BGHZ 74, 144, 152 f. zur Bankenaufsicht; *Papier*, JuS 1980, 265, 268 f.; vgl. zur Versicherungsaufsicht ferner *Verspermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 106.

96 *Pieroth/Schlink/Kniesel*, Polizei- und Ordnungsrecht, § 8 Rn. 3; *Schenke*, Polizei- und Ordnungsrecht, § 3 Rn. 53.



Aufgabe handelt. Gegen eine solche Einordnung könnte eingewandt werden, dass die kapitalmarktrechtlichen Regelungen berichtigende, beschränkende, wettbewerbsregelnde und sanktionierende Vorschriften enthalten, die sie über die polizeiliche Generalklausel hinausheben.<sup>97</sup> Diese Erweiterung der Wirtschaftsaufsicht stellt jedoch lediglich eine Verbesserung der allgemeinen polizeilichen Regelungen dar.<sup>98</sup> Das ändert aber nichts daran, dass die aufsichtsrechtlichen Regelungen auch der Gefahrenabwehr dienen.<sup>99</sup> So dient die staatliche Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts z.B. auch der Abwehr von Gefahren, die den Anlegern durch gesetzwidriges Verhalten drohen.

Die Funktion der Gefahrenabwehr der Kapitalmarktaufsicht tritt bei folgenden Vorschriften besonders deutlich hervor:

- § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG: Befugnis zum Erlass von Anordnungen zur Verhinderung und Beseitigung von Missständen
- § 4 Abs. 3 WpHG: Auskunftsrecht
- § 4 Abs. 4 WpHG: Betretungsrecht
- §§ 31 ff. WpHG: Verhaltenspflichten<sup>100</sup>
- § 35 WpHG: Überwachung der Melde- und Verhaltenspflichten
- § 37o WpHG: Anordnung einer Prüfung der Rechnungslegung und Ermittlungsbefugnisse der Bundesanstalt
- § 3 BörsG: Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde
- § 19 BörsG: Zulassung zur Börse
- § 27 BörsG: Zulassung zum Skontroführer
- § 25 BörsG: Aussetzung und Einstellung des Handels
- § 4 Abs. 1 WpÜG: Befugnis zum Erlass von Anordnungen zur Verhinderung und Beseitigung von Missständen

Die Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts stellt damit eine spezialgesetzlich geregelte Gefahrenabwehr des Staates dar. Die Tatsache, dass die allgemeine Ermächtigung der Polizei auch den Individualschutz bezweckt, lässt den Schluss zu, dass dies auch für ein

97 Vgl. zur Bankenaufsicht *Schwark*, JZ 1979, 670, 674 und *Hafke*, ZgKW 1979, 626, 628.

98 *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 106.

99 Vgl. *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 106 für die Versicherungsaufsicht und *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht, S. 52 für die Bankenaufsicht.

100 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 1. Aufl., Rn. 338.

spezialpolizeiliches Handeln, und damit auch für die Aufsicht im Bereich des Kapitalmarks, gelten muss.<sup>101</sup> Es wird in der Literatur im Rahmen der Auslegung auch auf bestimmte aufsichtsrechtliche Zieltheorien zurückgegriffen.<sup>102</sup> Diese Theorien versuchen, den Zweck der Wirtschaftsaufsicht ganzheitlich zu bestimmen.<sup>103</sup> Dabei ergibt sich ein widersprüchliches Bild: Teilweise wird der Drittschutz generell verneint, teilweise generell bejaht, teilweise wird differenziert.<sup>104</sup> *Triantafyllou* erkennt richtig, dass sich letztlich all diese Theorien mit den Belangen der Betroffenen beschäftigen, diese jedoch nicht in einer für die Schutznormtheorie verwertbare Art zu präzisieren vermögen.<sup>105</sup>

Doch all diese Argumentationen gehen fehl. Es wird versucht, den Schutzzweck eines gesamten Normkomplexes (z.B. die Versicherungsaufsicht) zu ermitteln. Ist dieser dann (vermeintlich) ermittelt, wird daraus die Folge gezogen, dass auch die einzelne zu diesem Normenkomplex gehörende Amtspflicht diesen Schutzzweck teilt.<sup>106</sup> Dies widerspricht methodischen Vorgaben durch die Schutznormtheorie neuerer Prägung. Danach ist für die Ermittlung des Schutzzwecks streng an die Einzelnorm anzuknüpfen,<sup>107</sup> nicht an den gesamten Normenkomplex. Ihre Rechtfertigung findet diese Auffassung darin, dass durch diesen normativen Ansatz die Gestaltungsfreiheit des Gesetzgebers und damit der Vorrang des Gesetzes gesichert wird.<sup>108</sup> Es gehört zur Kompetenz des Gesetzgebers, zu bestimmen, ob eine einzelne Norm Individualschutz bezwecken soll oder nicht.<sup>109</sup> Diese Kompetenz würde dadurch eingeschränkt, dass der Schutzzweck eines gesamten Normkomplexes entscheidend wird für den Schutzzweck einer Einzelnorm. Denn so könnte der Gesetzgeber sich nur noch dafür entscheiden, ob er einen gesamten Normenkomplex als drittschützend ausgestaltet oder nicht. Eine darüberhinausgehende, differenziertere Lösung bliebe ihm verwehrt. Dies kann gerade im

---

101 *Papier*, JuS 1980, 265, 268 f. zur Bankenaufsicht und *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 106 zur Versicherungsaufsicht.

102 *Tönnies*, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, S. 10 ff. und *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 59 ff. für die Versicherungsaufsicht; umfassend für die Bankenaufsicht *Niethammer*, Die Ziele der Bankenaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland, passim.

103 Eine kurze Übersicht bietet *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 58 f.

104 Vgl. *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 58 ff.

105 *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 60.

106 *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 69 f.

107 Vgl. oben 2. Teil A. I., II. 2. d).

108 *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4, Rn. 130.

109 Er kann dies beispielsweise durch einen eindeutigen Wortlaut oder eine entsprechende Begründung in den Gesetzesmaterialien zum Ausdruck bringen.

Bereich der Wirtschaftsaufsicht nicht überzeugen, denn mit seinen vielfältigen konfligierenden Interessen, besteht dort gerade ein Bedürfnis nach differenzierten gesetzlichen Lösungen.

Daneben erscheinen die normabstrakten Argumentationen auch wenig fruchtbar. So ergeben sie in diesem Fall ein widersprüchliches Ergebnis: Der Ansatz der älteren Rechtsprechung verneint einen Drittbezug. Dagegen spricht die Berücksichtigung des spezialpolizeilichen Charakters der Kapitalmarktaufsicht für einen Drittbezug. Zudem sind die aufsichtsrechtlichen Zieltheorien schon in sich widersprüchlich.<sup>110</sup> Aus diesem Ergebnis der normabstrakten Schutzzweckermittlung lässt sich schwerlich ein brauchbarer Schluss ziehen.

Der Wandel von der ganzheitlichen, normabstrakten Schutzzweckermittlung hin zur konkreten, an der Einzelnorm ansetzenden Schutzzweckermittlung wird auch von dem staatshaftungsrechtlichen Schrifttum weitgehend nachvollzogen.<sup>111</sup> Es ist daher im Folgenden bei der Beantwortung der Frage, ob die Aufsichtspflichten im Bereich des Kapitalmarkts Drittbezug aufweisen, an die Einzelnormen anzuknüpfen. Bei dieser Auslegung steht der zuvor erörterte „Kanon“ an Auslegungsmethoden und -regeln zur Verfügung.<sup>112</sup>

## 2. Normkonkrete Argumentation

Bei der Auslegung der kapitalmarktrechtlichen Normen ist stets die Dualität der Regelungsziele des Kapitalmarktrechts, Funktionsschutz und Anlegerschutz,<sup>113</sup> zu beachten. Es ist dann im Einzelfall die Frage zu beantworten, ob der Schutz des einzelnen Anle-

---

110 Vgl. oben 2. Teil A. II. 1.

111 *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 72; vgl. auch *Bleibaum*, Die Rechtsprechung des BGH zur Staatshaftung im Bereich der Bankenaufsicht, S. 34 ff.; *Brendle*, Amtshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht?, S. 233 ff.; *Hahn / Bleibaum*, in: Hahn (Hrsg.), Institutionen des Währungswesens, S. 105, 122; anders hingegen noch *Tönnies*, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, S. 10 ff. und *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 59 ff., die nach „dem“ Schutzzweck des VAG fragen; *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 40 ff., 58 ff. scheint einen vermittelnden Ansatz zu vertreten. Er bekennt sich prinzipiell zur normkonkreten Schutzzweckermittlung und negiert den normabstrakten Ansatz. Aber er erkennt den normabstrakten Argumenten dann doch einen Wert zu, indem er sie als „Anhaltspunkte“ für die Schutzzweckermittlung nutzen möchte. Dies kann jedoch nicht überzeugen, denn so wird letztlich über die Hintertür Anhaltspunkt wieder eine normabstrakte Argumentation eingeführt.

112 Vgl. oben 2. Teil A. I. 2. c).

113 Vgl. oben 1. Teil B.

gers vom Gesetzgeber bezweckt ist oder lediglich einen Reflex des Schutzes der Gesamtheit der Anleger darstellt.

Einen ersten Anhaltspunkt kann die Analyse des Wortlauts der Bestimmungen des WpHG liefern. Im WpHG finden sich nur wenige Vorschriften, die explizit das Interesse der Anleger nennen. So fehlt es an einer dem Wortlaut nach eindeutigen Regelung zugunsten des Anlegerschutzes wie in § 81 Abs. 1 S. 3 VAG<sup>114</sup>. Dies lässt den Umkehrschluss zu, dass ein Drittschutz eher zu verneinen ist. Doch einzelne Vorschriften des WpHG, wie z.B. die §§ 21, 30a Abs. 1 Nr. 4, 31, 31c, 33a, 34a WpHG, stellen Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB dar.<sup>115</sup> Diese sind daher auch dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt. Eine zur Einhaltung dieser Vorschriften ausgeübte Aufsicht muss daher auch dem Anlegerschutz dienen.<sup>116</sup>

Zudem bezwecken auch einzelne Regelungen des WpÜG den Schutz von Individualinteressen. Es stellen zwar die meisten Vorschriften des WpÜG keine Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB dar und sind also nicht dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt.<sup>117</sup> Als Gegenbeispiel mag jedoch die Regelung des § 11 WpÜG dienen. Man könnte zwar annehmen, dass die Pflicht des Bieters nach § 11 WpÜG, eine Angebotsunterlage zu erstellen und zu veröffentlichen – ähnlich wie § 10 WpÜG – nur der frühzeitigen Information der Öffentlichkeit über marktrelevante Daten und damit verbundene Seiteneffekte<sup>118</sup> und somit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts dienen soll. Gegen eine solche Einschätzung spricht jedoch, dass die Wertpapierinhaber mit der Angebotsunterlage eine Grundlage für ihre Entscheidung über die Annahme des Angebots erhalten sollen.<sup>119</sup> Zudem wird in der Begründung des Regierungsentwurfs explizit zwischen der Information der Öffentlichkeit und der Information der von dem Angebot Betroffenen differenziert.<sup>120</sup> In systematischer Hinsicht ist zu beachten, dass ein Verstoß

---

114 „Sie [die Aufsichtsbehörde] achtet dabei auf die ausreichende Wahrung der *Belange der Versicherten* und auf die Einhaltung der Gesetze, die für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts gelten.“; Klammerzusatz und Hervorhebung vom Verfasser.

115 Vgl. unten 2. Teil C. I. 3. d), f) und g).

116 Vgl. BGHZ 74, 144, 149 zur Bankenaufsicht; *Bewilogua*, Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, S. 89; *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 42 erkennt richtig, dass diese Argumentation nur das Problem verlagert: Statt unter dem Aspekt des § 839 BGB ist der Schutzzweck unter dem Aspekt des § 823 Abs. 2 BGB zu ermitteln. Diese Verlagerung dient in diesem Fall jedoch der Vermeidung einer Doppelprüfung.

117 Vgl. unten 2. Teil C. I. 3. j).

118 So z.B. Verhinderung von Insidersgeschäften.

119 Begr RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 41.

120 Begr RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 41.

gegen die Pflicht aus § 11 WpÜG nach § 12 WpÜG mit einer zivilrechtlichen Haftung sanktioniert wird. Auch dies spricht für einen individualschützenden Schutzzweck der Regelung des § 11 WpÜG. Die Regelung des § 11 WpÜG ist somit auch dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt. Nach §§ 14 Abs. 2 S. 1, 15 WpÜG unterliegen die Angebotsunterlagen einer Prüfung durch die BaFin. Diese Aufsichtspflicht ist daher drittbezogen.

Es bleibt daher als Zwischenergebnis festzuhalten, dass unter gedanklicher Ausklammerung von § 4 Abs. 4 FinDAG einige der den Aufsichtspflichten im Kapitalmarkt zugrundeliegenden Normen Individualschutz bezwecken. Zumindest einige der Aufsichtspflichten im Bereich des Kapitalmarkts weisen daher einen Drittbezug auf.

### **III. Zwischenergebnis**

Es wurde zuvor festgestellt, dass unter gedanklicher Ausklammerung von § 4 Abs. 4 FinDAG drittbezogene Amtspflichten und damit Amtshaftungsansprüche für fehlerhafte Aufsicht im Bereich des Kapitalmarkts prinzipiell möglich sind. Daher kommt es für das Bestehen von Amtshaftungsansprüchen entscheidend auf die Wirksamkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG an. Es ist daher im Folgenden zu untersuchen, ob eine Bestimmung des Drittbezugs bzw. des Nicht-Drittbezugs durch § 4 Abs. 4 FinDAG logisch möglich ist und diese Bestimmung mit Verfassungsrecht und Gemeinschaftsrecht vereinbar ist.

#### **B. Möglichkeit einer gesetzlichen Bestimmung des (Nicht-)Drittbezugs**

Es erscheint fraglich, ob der Gesetzgeber den Schutzzweck der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen einfach durch eine gesetzliche Regelung bestimmen kann. Dies erinnert an den vielzitierten Ausspruch von *Julius von Kirchmann*, wonach nach drei berichtigten Worten des Gesetzgebers ganze Bibliotheken zu Makulatur werden.<sup>121</sup> Nach *Matthias Gratias* ist daher Voraussetzung für eine solche Regelung des Schutzzwecks, dass sich die aufsichtsrechtlichen Einzelbestimmungen in schutznormtheoretischer Hinsicht als „interpretationsoffen“ erweisen. Ansonsten würden sich die einzelnen Normen „von ihrer Substanz her“ gegen eine solche Regelung sperren. Die von ihm sogenannte Interpretationsoffenheit liegt vor, wenn der Charakter einer Norm unter Anwendung der herkömmlichen Auslegungsmethoden nicht eindeutig bestimmt werden kann.<sup>122</sup> *Gratias*

<sup>121</sup> v. *Kirchmann*, Die Wertlosigkeit der Jurisprudenz als Wissenschaft, S. 25.

<sup>122</sup> *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 73 f., 76 ff.

formuliert damit keine verfassungs- oder gemeinschaftsrechtlichen Voraussetzungen für die Regelung des Schutzzweckes, sondern eine normlogische. Nach seiner Auffassung ist daher Voraussetzung für die Wirksamkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG, dass die Auslegung der einfachgesetzlichen Aufsichtsnormen zu dem Ergebnis gelangt, dass die Frage nach dem Drittbezug unter Anwendung der herkömmlichen Auslegungsmethoden nicht eindeutig beantwortet werden kann.

Diese Arbeit ist jedoch bei der Auslegung der Aufsichtsnormen unter Anwendung der herkömmlichen Auslegungsmethoden zu dem Ergebnis gelangt, dass zumindest einige der Aufsichtsnormen dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt sind.<sup>123</sup> Dies widerspricht der von *Gratias* formulierten Voraussetzung der interpretatorischen Offenheit. Die Auffassung von *Gratias* bedarf daher einer kritischen Untersuchung.

Die Auffassung von *Gratias* schränkt die Gesetzgebungsbefugnis des Gesetzgebers ein. Es soll ihm verwehrt sein, bei interpretatorisch eindeutigen Aufsichtsnormen den Drittbezug durch eine einfache Vorschrift wie § 4 Abs. 4 FinDAG zu regeln. Eine solche Einschränkung der Gesetzgebungsbefugnis bedarf einer Begründung. Diese gibt *Gratias* jedoch nicht, und eine solche Begründung lässt sich auch nicht geben. Denn letztlich könnte der Gesetzgeber auch die bestehenden Aufsichtsnormen aufheben und durch gänzlich neue ersetzen, in denen der Drittbezug eindeutig geregelt ist. Dann würde die Auslegung dieser neuen Aufsichtsnormen zu einem eindeutigen Ergebnis gelangen. Es erscheint unsinnig, dass es dem Gesetzgeber dann verwehrt sein soll, das gleiche Ergebnis herbeizuführen, indem er eine den Drittbezug regelnde Vorschrift in die bestehende Regelung einfügt. Die Auffassung von *Gratias* ist daher abzulehnen.

Die interpretatorische Offenheit ist keine notwendige Voraussetzung für die Bestimmung des Drittbezugs einer Aufsichtsnorm durch eine einfachgesetzliche Vorschrift. Der Gesetzgeber kann den Schutzzweck einer aufsichtsrechtlichen Bestimmungen einfach durch eine gesetzliche Regelung bestimmen. Damit ist jedoch noch keine Aussage darüber getroffen, ob eine solche Bestimmung auch mit Verfassungs- und Gemeinschaftsrecht konform ist. Dies ist im Folgenden zu untersuchen.

---

123 S. oben 2. Teil A. II. 2.

## **C. Verfassungsrecht**

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG müsste mit Verfassungsrecht vereinbar sein. An der Verfassungsmäßigkeit bestehen in vielerlei Hinsicht Bedenken. Verfassungsrechtlichen Bedenken sind bei der Auslegung im Rahmen der Schutznormtheorie relevant, denn im Rahmen der Schutznormtheorie sind die Grundrechte in ihrer norminternen Wirkungsweise zu berücksichtigen.<sup>124</sup> Entscheidend ist, ob das Verfassungsrecht eine Direktive dahingehend enthält, dass die aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts Drittschutz vermitteln. Es müsste also eine verfassungsrechtliche Pflicht bestehen, dass die aufsichtsrechtlichen Regelungen drittschützend ausgestaltet sein müssen. Eine solche Pflicht könnte eine Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG statuieren.

Selbst wenn man zu dem Ergebnis käme, dass eine solche Pflicht nicht besteht, ist zu untersuchen, ob § 4 Abs. 4 FinDAG aus anderen Gründen verfassungswidrig ist. Für die Auslegung im Rahmen der Schutznormtheorie sind diese verfassungsrechtlichen Aspekte zwar nicht relevant, da sie keine Verpflichtung zur individualschützenden Ausgestaltung der Aufsichtsregelungen begründen. Eine solche Verpflichtung kann allein eine Schutzpflicht begründen.<sup>125</sup> Doch bei einer Nichtigkeit des § 4 Abs. 4 FinDAG könnten die einfachgesetzlichen Regelungen, die teilweise Drittschutz vermitteln, wieder einschlägig sein. Dabei ist zu klären, ob eine Verfassungswidrigkeit aus diesen anderen Gründen eine vollständige Unwirksamkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG und seinen Wertungen zur Folge hätte. Damit ist ein Arbeitsprogramm umrissen, dass den weiteren Fortgang der Untersuchung bestimmen wird.

### **I. Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG**

Es ist zu untersuchen, ob eine Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG besteht, die verlangt, dass die aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts Drittschutz vermitteln müssen. Zur Beantwortung dieser Frage, werden im Folgenden die verfassungsrechtlichen Grundlagen von grundrechtlichen Schutzpflicht dargelegt. In einem zweiten Schritt werden die gefundenen Erkenntnisse auf die konkrete Situation im Bereich des Kapitalmarkts angewandt.

---

<sup>124</sup> Vgl. oben 2. Teil A. I. 2. d).

<sup>125</sup> So auch *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 85.

## 1. Herleitung grundrechtlicher Schutzpflichten

Die Existenz von grundrechtlichen Schutzpflichten ist weitgehend anerkannt. Die ersten Gedanken zu grundrechtlichen Schutzpflichten finden sich in der rechtswissenschaftlichen Literatur. Dabei kommt *Günter Dürig* wohl der Ruhm der Priorität zu. Denn er leitete bereits 1958 aus Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG eine „Schutzverpflichtung des Staates“ ab.<sup>126</sup> Die Rechtsfigur der Schutzpflicht wurde im Folgenden wesentlich von der Judikatur des Bundesverfassungsgerichts geprägt.<sup>127</sup>

Obwohl die Existenz von grundrechtlichen Schutzpflichten anerkannt ist, besteht über deren dogmatische Begründung Streit. Dieser Streit könnte im Zuge dieser Untersuchung dahinstehen, wenn er keinen Einfluss auf die Beurteilung von tatbestandlichen Voraussetzungen und der auf Rechtsfolgenebene vorzunehmende Konkretisierung von grundrechtlichen Schutzpflichten hätte. Dem ist jedoch nicht so. Denn die dogmatischen Begründungen haben auch Auswirkungen auf die tatbestandlichen Voraussetzungen, unter denen das Bestehen einer Schutzpflicht angenommen wird. Daher bedarf es für den Fortgang der Untersuchung einer Darlegung und Entscheidung des Streits um die dogmatische Begründung der grundrechtlichen Schutzpflicht. Es wird im Folgenden untersucht, ob sich aus der Verfassung selbst, Schutzpflichten ableiten lassen. Danach werden Versuche, die Schutzpflichten auf eine außergrundrechtliche Basis zu stellen, dargelegt.

### a) Verfassungsimmanente Herleitung

Eine Herleitung der *grundrechtlichen* Schutzpflichten muss bei den Grundrechten selbst ansetzen. Es werden daher im Folgenden die Grundrechtsbestimmungen des GG, die Art. 1 bis 19 GG, mit Hilfe der klassischen Auslegungsmethoden auf ihre Tauglichkeit für eine normative Begründung der Schutzpflichten untersucht.

#### aa) Wortlaut

Es ist fraglich, ob der Wortlaut der einzelnen Grundrechtsbestimmungen die Annahme von Schutzpflichten nahe legt. Dabei ist zu beachten, dass nur in Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG der Verfassungstext von „schützen“ spricht. Insoweit kann der eindeutige Wortlaut eine Schutzpflicht begründen. Aus systematischen Erwägungen bezieht sich

---

126 *Dürig*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 1 Abs. 1 Rn. 2 (Stand: 1958).

127 z.B. BVerfGE 24, 119, 144; 39, 1, 41 ff.; 46, 160, 164 ff.; 49, 89, 124 ff.; 53, 30, 57 ff.; 56, 54, 73 ff.; 66, 39, 57 ff.; 77, 170, 224 ff.; 81, 310, 339.



Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG nur auf Art. 1 Abs. 1 S. 1 GG. Der Wortlaut der Freiheitsrechte zeigt dagegen verschiedene Formen der Gewährleistungen.

- Die Mehrzahl der Grundrechte konstituiert ein „Recht“: Art. 2 Abs. 1 (allgemeine Handlungsfreiheit und allgemeines Persönlichkeitsrecht), Art. 2 Abs. 2 S. 1 (Recht auf Leben und körperliche Unversehrtheit), Art. 8 Abs. 1 (Recht, sich friedlich zu versammeln), Art. 9 Abs. 1 und 3 (Recht, Vereine und Gesellschaften zu bilden), Art. 12 Abs. 1 (Recht auf freie Wahl von Beruf, Arbeitsplatz und Ausbildungsstätte), Art. 17 (Petitionsrecht).
- Andere Grundrechte garantieren die „Unverletzlichkeit“ bestimmter „Freiheiten“ oder Lebensbereiche: Art. 2 Abs. 2 S. 2 (Freiheit der Person), Art. 4 Abs. 1 (Freiheit des Glaubens und des Gewissens), Art. 10 Abs. 1 (Brief-, Post- und Fernmeldegeheimnis), Art. 13 Abs. 1 (Unverletzlichkeit der Wohnung).
- Es werden andere Freiheiten und Tätigkeiten „gewährleistet“: Art. 5 Abs. 1 S. 2 (Presse-, Rundfunk- und Filmfreiheit), Art. 4 Abs. 2 (ungestörte Religionsausübung) und Art. 14 Abs. 1 (Eigentum und Erbrecht).
- Zudem werden andere Lebensbereiche als „frei“ bezeichnet: Art. 5 Abs. 3 (Kunst, Wissenschaft, Forschung und Lehre).
- Nach Art. 11 „genießen“ alle Deutschen Freizügigkeit und nach Art. 16a politisch Verfolgte das Asylrecht. Art. 16 Abs. 1 „verbietet“ den Entzug der deutschen Staatsangehörigkeit und Art. 4 Abs. 3 den Zwang zum Kriegsdienst.

Mit Ausnahme von Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG spricht der Wortlaut nicht explizit von „schützen“ oder vergleichbaren Begriffen. Die Formulierung der Grundrechte mit Begriffen wie „Recht“ und „Freiheiten“ ist zwar sehr weit und kann eine Beschränkung der Funktion der Grundrechte auf Abwehrrechte nicht begründen kann. Daraus lässt sich jedoch lediglich der Schluss ziehen, dass der Wortlaut der Annahme von Schutzpflichten nicht entgegen steht. Grundrechtliche Schutzpflichten kann er nicht begründen.

## **bb) Historie**

Die Entstehungsgeschichte der Grundrechte könnte für das Bestehen von grundrechtlichen Schutzpflichten sprechen. So begründeten in der Zeit der konstitutionellen Monar-

chie Grundrechte vor allem Abwehrrechte gegen Dritte und eine Schutzpflicht des Staates, Eingriffe Dritter in die Grundrechte abzuwehren.<sup>128</sup> Doch schon in der Weimarer Republik wurden die Grundrechte primär als Abwehrrechte gegen den Staat verstanden.<sup>129</sup> Auch die Entstehungsgeschichte des Grundgesetzes spricht gegen die Annahme einer Schutzpflicht. Die Väter und Mütter des Grundgesetzes gingen nur von einer Abwehrfunktion der Grundrechte aus.<sup>130</sup> Die historische Auslegung spricht damit gegen die Existenz grundrechtlicher Schutzpflichten.

## **cc) System und Telos**

Es könnten sich für die Begründung von Schutzpflichten systematische und teleologische Gesichtspunkte als fruchtbar erweisen.

### **(1) Abwehrrechtliche Lösung**

Nach der sog. abwehrrechtlichen Lösung bedarf es keiner über den Abwehrcharakter der Grundrechte hinausgehender Annahme von grundrechtlichen Schutzpflichten. Vielmehr seien auch diese Konstellationen am Grundrecht als Abwehrrecht zu messen. Diese Auffassung bedient sich folgender Konstruktion: Die Eingriffe durch Private werden dem Staat zugerechnet. Nach diesem Rechtsverständnis bestünden in dem Verhältnis Privater zueinander keine „rechtsleeren Räume“. Wenn etwas nicht verboten sei, dann sei es nicht nur erlaubt, sondern der Betroffene habe das Nichtverbotene zu dulden.<sup>131</sup> Indem er eine Duldungspflicht normiere, beteilige sich der Staat so an privaten Eingriffen in grundrechtliche Schutzgüter. Daher müsse er sich die Verletzungshandlung zurechnen lassen.<sup>132</sup>

Dieser Auffassung ist jedoch entgegenzuhalten, dass der Schluss vom Nicht-Verboten-sein einer Handlung auf eine Duldungspflicht Dritter nicht zwingend ist.<sup>133</sup> Dass der

---

128 *Bleckmann*, DVBl. 1988, 938, 940.

129 Vgl. *Schmitt*, Die Grundrechte und Grundpflichten des deutschen Volkes, in: Anschütz/Thoma, Handbuch des deutschen Staatsrechts, Band 2, S. 572 ff.

130 Dazu eingehend v. *Mangoldt*, Das Bonner Grundgesetz, Kommentar, 1953, Einleitung zum Grundrechtsabschnitt, S. 34 ff.; vgl. auch dessen Bericht an das Plenum des Parl. Rates zum Grundrechtsabschnitt in: Schriftl. Bericht zum Entwurf des GG für die Bundesrepublik Deutschland, 1949, S. 5.

131 *Schwabe*, Probleme der Grundrechtsdogmatik, S. 213; Vgl. auch *Murswiek*, Die staatliche Verantwortung für die Risiken der Technik, S. 309, dieser nennt als Beispiel das BimSchG: Es verbiete nicht nur das Überschreiten bestimmter Immissionswerte, sondern erlaube auch Eingriffe in grundrechtliche Schutzgüter, die unterhalb dieser Schwelle liegen.

132 *Murswiek*, Die staatliche Verantwortung für die Risiken der Technik, S. 91; *Schwabe*, Probleme der Grundrechtsdogmatik, S. 213.

133 *Alexy*, Theorie der Grundrechte, S. 417 ff.; *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen

Staat ein für andere potentiell gefährliches Verhalten nicht verbietet, stellt betroffene Dritte nicht schutzlos.<sup>134</sup> So kann sich das Opfer neben dem öffentlich-rechtlichen Sanktionssystem der zivilrechtlichen Ansprüche bedienen, z.B. §§ 823, 1004 BGB.<sup>135</sup> Zudem ist es dem Opfer unbenommen, sich der Störung zu entziehen oder auf nichtjuristische Weise dem Angriff zu begegnen, z.B. durch die Initiierung sozialer Ächtung der störenden Aktivität.<sup>136</sup> Auf große Schwierigkeiten stößt die abwehrrechtliche Konstruktion auch in Konstellationen, in denen ein störendes Verhalten zwar vom Staat verboten ist, dieses Verbot jedoch nicht durchgesetzt wird. In dieser Konstellation darf sich der Betroffene gegen den Übergriff zur Wehr setzen, eine Duldungspflicht besteht mithin nicht. Es fehlt daher an einem Anknüpfungspunkt für eine Zurechnung des Übergriffs.<sup>137</sup>

Weitere Bedenken bestehen gegen die Konsequenzen der abwehrrechtlichen Konstruktion. Wenn man nun den privaten Übergriff dem Staat zurechnet, dann stellt sich dieser Übergriff also als ein staatlicher Eingriff in ein grundrechtlich geschützten Bereich dar. Für eine Rechtfertigung eines Eingriffs bedarf es einer rechtlichen Grundlage. Da Anknüpfungspunkt der Zurechnung das Nicht-Verbot ist, fehlt es stets an einer speziellen rechtlichen Grundlage. Zugleich ist die Zahl vorstellbarer, derart zugerechneter Eingriffe unendlich groß und durch ein System von Eingriffsermächtigungen kaum regelbar. Letztlich wird daher die Rechtfertigung dieser zugerechneten Eingriffe und damit die staatliche Pflicht zur Abwehr eines privaten Eingriffs von der zufälligen Einschlägigkeit passender Generalklauseln oder eines Rückgriffs auf Grundrechte als verfassungsimmanente Schranken abhängen. Die Notwendigkeit zur weitgehenden Anwendung von Generalklauseln und die Zufälligkeit der Schutzverpflichtung führen zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit. Die abwehrrechtliche Konstruktion ist daher abzulehnen.

## **(2) Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG**

Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG begründet unstreitig eine Schutzpflicht.<sup>138</sup> Diese Schutzpflicht bezieht sich jedoch nur auf die Menschenwürde, Art. 1 Abs. 1 GG. Es stellt sich daher

---

Schutzpflichten, S. 46 ff.; *Hermes*, Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, S. 96 f.; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzpflichten, S. 105 ff.

134 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 47; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 106.

135 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 47; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 106.

136 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 106.

137 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 106 f.

138 Vgl. *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 146 m.w.N.

die Frage, ob die Existenz dieser speziellen Schutzpflicht für die Begründung von Pflichten zum Schutz der anderen Grundrechte fruchtbar gemacht werden kann.

Zunächst einmal könnte die Existenz dieser speziellen Schutzpflicht den Umkehrschluss dahingehend nahelegen, dass weitere Schutzpflichten nicht bestehen. Diese Annahme beachtet jedoch die zentrale Bedeutung und den damit verbundenen speziellen Charakter der Menschenwürde nicht ausreichend. Der Verfassungsgeber hat, anders als bei den Freiheitsrechten, bei der Menschenwürde das Schutzgut umfassend definiert und so auch eine Schutzpflicht explizit statuiert. Art. 1 Abs. 1 GG hat insgesamt eine besondere Qualität. Daher können keine Rückschlüsse auf die anderen Grundrechte gezogen werden.<sup>139</sup> Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG steht damit der Annahme weiterer grundrechtlicher Schutzpflichten nicht entgegen. Vielmehr stellt Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG die „am deutlichsten“<sup>140</sup> formulierte Schutzpflicht dar.

*Albert Bleckmann* zufolge sind die Freiheitsrechte nur „Ausfluss der Menschenwürde“ und daher begründe Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG auch für die Freiheitsrechte eine Schutzpflicht.<sup>141</sup> Dies kann nicht überzeugen. Die Freiheitsrechte sind kein bloßer Ausfluss der Menschenwürde. Sie gehen in ihren Gewährleistungen über den Schutz hinaus, den die Menschenwürde gewährt.<sup>142</sup> Zudem können Grundrechte eingeschränkt, teilweise sogar verwirkt werden und stehen zu einem beträchtlichen Teil nur Deutschen zu. Wären alle Grundrechte Ausfluss der Menschenwürde, dann liefen derlei Einschränkungen der Unantastbarkeitsbestimmung des Art. 1 Abs. 1 GG zuwider.<sup>143</sup>

Es wird vielfach angenommen, dass die Freiheitsrechte einen Kern der Menschenwürde enthalten. Dies erscheint zutreffend, zumindest aber überschneiden sich die Schutzbereiche von Menschenwürde und Freiheitsrechten zum Teil<sup>144</sup>. Daher muss in diesem Bereich dann auch Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG eine Schutzpflicht begründen.<sup>145</sup> Es ist jedoch zu beachten, dass sich die Schutzpflicht auf den Schutz des „Würdekerns“ bzw. den Bereich der Schnittmenge mit der Menschenwürde beschränkt. Eine allgemeine grundrechtliche Schutzpflicht kann Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG nicht begründen.

139 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 66 f.

140 *Stern*, Staatsrecht, III/1, S. 943.

141 *Bleckmann*, DVBl. 1988, 938, 942.

142 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 144.

143 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 147.

144 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 143 f.

145 *Starck*, Praxis der Verfassungsauslegung, S. 71.

### **(3) Grundrechtsschranken**

Die Existenz von grundrechtlichen Schutzpflichten könnte sich aus den Schrankenbestimmungen der Grundrechte ableiten lassen.<sup>146</sup> Es wird angenommen, die Schranke habe nicht nur eine rechtsbegrenzende Wirkung auf der Seite des eingeschränkten Grundrechts, sondern habe auch eine „positive“, begünstigende Wirkung zugunsten der Rechtsgüter, die die Schrankenregelung tatbestandsmäßig ausfüllen.<sup>147</sup> *Seewald* zieht zu seiner Argumentation die Entwicklung der polizeirechtlichen Generalklausel heran: Auch diese sei in erster Linie Ermächtigung des Staates zur Gefahrenabwehr, aber mittlerweile werden aus ihr auch subjektive Rechte auf ein Einschreiten abgeleitet. So sei dies auch bei den Grundrechten: Die Schranken dienen in erster Linie der Ermächtigung des Staates in Grundrechte einzugreifen, gleichzeitig lassen sich daraus aber auch subjektive Rechte auf ein Handeln des Staates ableiten.<sup>148</sup>

Schrankenregelungen stellen jedoch nur Ermächtigungen an den Staat dar. Sie ermöglichen es damit, dem Staat trotz der grundrechtlichen Abwehrrechte, von sich aus Schutz zu gewähren und damit einer Schutzpflicht nachzukommen. Die Tatsache, dass der Staat Schutz gewähren kann, bedeutet jedoch nicht, dass er dies auch muss. Aus den Schrankenregelungen lassen sich daher keine Schutzpflichten ableiten.<sup>149</sup>

### **(4) Mehrdimensionaler Freiheitsbegriff**

Der Charakter der grundrechtlichen Schutzbereiche könnte Basis für eine normative Begründung von Schutzpflichten sein. So leitet *Günter Krings* die Schutzpflichten auf Grundlage eines sog. zwei- oder mehrdimensionalen Freiheitsbegriffs aus den Grundrechten selbst ab.<sup>150</sup> Nach seiner Auffassung sichern Freiheitsrechte einen räumlich vorstellbaren Schutzbereich. Dabei sichern sie diesen sowohl gegen staatliche Beeinträchtigungen, als auch gegen Beeinträchtigungen durch private Dritte.

*Krings* ist zuzugestehen, dass sein Konzept in sich schlüssig erscheint. Aber er bleibt eine dogmatisch schlüssige Begründung, warum diese räumlich verstandenen grundrechtlichen Schutzbereiche gegen Eingriffe Privater zu schützen sind, schuldig. Er

146 *Seewald*, Zum Verfassungsrecht auf Gesundheit, S. 79 ff., 141 ff.

147 *Seewald*, Zum Verfassungsrecht auf Gesundheit, S. 80.

148 *Seewald*, Zum Verfassungsrecht auf Gesundheit, S. 80, 141 ff.

149 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 147 ff.; *Unruh*, Zur Dogmatik der grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 49.

150 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 150 ff.; ähnlich auch *Bleckmann*, DVBl. 1988, 938, 942.

bemüht vor allem den Wortlaut der Grundrechte und teleologische Überlegungen. So erkennt er richtig, dass die Formulierung der Grundrechte so weit ist, dass sie eine Beschränkung der Funktion auf Abwehrrechte nicht begründen kann.<sup>151</sup> Dies bedeutet jedoch lediglich, dass der Wortlaut der Annahme von Schutzpflichten nicht entgegen steht. Grundrechtliche Schutzpflichten kann er nicht begründen.<sup>152</sup>

In teleologischer Hinsicht führt *Krings* aus, dass aus dem räumlichen Verständnis der grundrechtlichen Schutzbereiche in Verbindung mit der Bindung der Staatsgewalt an die Grundrechte in Art. 1 Abs. 3 GG folge, dass ein Gebot bestehe, dass der Staat diese Bereiche vor Angriffen von außen schützen müsse.<sup>153</sup> Doch auch dieser Schluss ist nicht logisch zwingend. Mit der Bindung der Staatsgewalt an die Grundrechte lässt sich schlüssig nur das Gebot begründen, dass der Staat selbst nicht in diese Schutzsphären eingreifen darf. Ein darüber hinaus gehende Pflicht, Private an Eingriffen zu hindern, lässt sich der Verbindung aus räumlichen Verständnis der Schutzbereiche und Art. 1 Abs. 3 GG nicht zwingend entnehmen. Dies wird auch bei der Frage nach einem Grundrechtsschutz gegen sich selbst deutlich.<sup>154</sup> Denn obwohl *Krings* aus dem räumlichen Verständnis der Schutzbereiche schließt, dass diese Bereiche gegen jedwede Eingriffe zu schützen seien, verneint er doch einen Schutz gegen Gefährdungen, die vom Grundrechtsträger selbst ausgehen<sup>155</sup>. Letztlich erkennt *Krings* damit selbst an, dass sein Schluss vom räumlichen Verständnis auf eine grundrechtliche Schutzpflicht nicht logisch zwingend ist.

## **(5) Objektiv-rechtliche Dimension**

Das Bundesverfassungsgericht leitet die grundrechtlichen Schutzpflichten aus der objektiv-rechtlichen Dimension der Grundrechte ab.<sup>156</sup> Dieser Rechtsprechung ist ein großer Teil der Literatur, wenngleich teilweise mit erheblichen Modifikationen, gefolgt.<sup>157</sup>

---

151 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 151 ff.

152 Siehe oben 2. Teil C. I. 1. a) aa).

153 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 161; *Bleckmann*, DVBl. 1988, 938, 942 beruft sich dagegen auf Art. 1 Abs. 1 S. 2 GG.

154 Vgl. dazu 2. Teil C. I. 2. a) cc).

155 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 209.

156 BVerfGE 39, 1, 41; 56, 54, 73.

157 Vgl. die folgenden Fußnoten.

Es erscheint jedoch fraglich, wie sich aus dem Rekurs auf den objektiv-rechtlichen Gehalt der Grundrechte zwingend eine Schutzpflicht ableiten lässt. Denn die objektiv-rechtliche Seite der Grundrechte ist nur der Rechtssatz, der verbleibt, wenn man die subjektive Seite des Grundrechts, also die Anspruchsseite, ausblendet.<sup>158</sup> Damit wird aus dem Recht des Bürger, Eingriffe abzuwehren, die objektive Rechtspflicht des Staates, Eingriffe zu unterlassen. Aus dieser Reduktion lässt sich jedoch keine Erweiterung des grundrechtlichen Funktionsbereiches erschließen.<sup>159</sup> Dies verdeutlicht folgende Überlegung: Angenommen, das jeweilige Grundrecht enthalte eine Schutzpflicht, dann besteht auch eine objektiv-rechtliche Pflicht des Staates, Eingriffe Privater abzuwehren. Genau so ist jedoch auch ein Grundrecht denkbar, dass keine Schutzpflicht enthält. In diesem Fall besteht dann auch keine objektiv-rechtliche Pflicht des Staates zur Abwehr privater Eingriffe.

Mit dem Rekurs auf die objektiv-rechtliche Seite wird nur die Anspruchsseite ausgeblendet, es ist damit kein Erkenntnisgewinn über die weitere Ausgestaltung eines Rechtsverhältnisses verbunden. Zur Begründung einer Schutzpflicht wäre es vielmehr notwendig, dass objektiv-rechtliche, grundrechtliche Anordnungen bestehen, die in ihrer Wirkung über die subjektiven, grundrechtlichen Abwehrrechte hinausgehen. Genauer gesagt: eine Anordnung dahingehend, dass die grundrechtlichen Schutzbereiche auch vor Eingriffen Privater zu schützen sind. Die Rechtsprechung und die Literatur versuchen, solche objektiv-rechtlichen Anordnungen durch die Abstraktion der positiv-grundrechtlichen Regelungen zu erschließen.<sup>160</sup>

#### **(aa) Werteordnung**

Das Bundesverfassungsgericht hat versucht, die über die Abwehrfunktion der Grundrechte hinausgehende objektiv-rechtlichen Gehalte der Grundrechte mit der „Wertorientierung“ der Grundrechte zu begründen. So führt es aus, dass „die Grundrechtsnormen nicht nur subjektive Abwehrrechte des einzelnen gegen den Staat [enthalten], sondern sie verkörpern zugleich eine objektive Wertordnung, die als verfassungsrechtliche Grundentscheidung für alle Bereiche des Rechts gilt und Richtlinien und Impulse für Gesetzgebung, Verwaltung und Rechtsprechung gibt“.<sup>161</sup>

158 Alexy, Theorie der Grundrechte, S. 478; Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 56; Krings, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 165.

159 Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 56.

160 Vgl. hierzu die Übersicht bei Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 56 ff.

161 BVerfGE 39, 1, 41.

Es erscheint jedoch fraglich, wie diese Werte und damit der Umfang der grundrechtlichen Gewährleistung zu bestimmen sind. So besteht die Gefahr, dass das Einströmen zeitgebundener Wertauffassungen in die Grundrechtsinterpretation die Verfassungsanwendung zu einer in hohem Maße politischen Entscheidung werden lässt.<sup>162</sup> Dieser Gefahr kann jedoch begegnet werden, indem der Boden der strengen juristischen Methode nicht verlassen wird. Dies verdeutlicht ein Beispiel von *Dietlein*: Art. 2 Abs. 2 S. 1 GG garantiert als subjektives Abwehrrecht das Recht auf Leben. Wenn man nun von diesem die Anspruchsseite ausblendet und weiter abstrahiert, indem man den verbleibenden objektiven Regelungsgehalt von dem Rechtsverpflichtetem löst, so verbleibt der Wert „Leben“.<sup>163</sup> Dass dieser Wert integraler Bestandteil der Verfassung ist dogmatisch nicht angreifbar.

Gegen den Rekurs auf Werte werden hauptsächlich zwei Einwände erhoben. Zum einen wird eingewandt, dass der so gewonnene Wert recht abstrakt sei. Zudem hat sich an dem Terminus des „Wertes“ eine lebhafte Kritik entzündet. Gegen ersteren Einwand ist zu entgegnen, dass eine gewisse Abstraktheit des Ergebnisses der Verfassungsinterpretation typischerweise eigen ist. Aufgrund der Kürze des Verfassungstextes führt eine Interpretation nur in Ausnahmefällen zu einem sehr konkreten Ergebnis.<sup>164</sup> Der Vorwurf der Abstraktheit kann daher eine Ablehnung der Wertetheorie nicht begründen. Der zweite Einwand bedarf jedoch einer eingehenderen Überprüfung.

Es wird an der Wertetheorie kritisiert, dass der Begriff Wert zu unbestimmt sei. Mittels der Induktion neuer Werte würden sich ethische, moralische und auch politische Gehalte in die Verfassung hineinlegen lassen, die dieser nicht inhärent seien.<sup>165</sup> Mit der Bezugnahme auf Werte werde der Boden einer rationalen, juristischen Begründung von Entscheidungen verlassen. Es lasse sich so letztlich jedes Ergebnis rechtfertigen und die Transparenz richterlichen Entscheidens sei gefährdet.<sup>166</sup> Diese Aufweichung der Verfassungsauslegung könne einen richterlichen Dezisionismus legitimieren und sich damit als Gefahr für den Bestand der Verfassung erweisen.<sup>167</sup>

162 *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1534; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 168; *Schmitt*, FS Forsthoff, S. 37 warnt gar vor einer „Tyrannei der Werte“.

163 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 61.

164 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 61, 64.

165 *Forsthoff*, FG Schmitt, S. 209.

166 *Forsthoff*, Der Staat in der Industriegesellschaft, S. 68 f.; *ders.*, Zur Problematik der Verfassungsauslegung, S. 26 ff.; *ders.*, FG Schmitt, S. 209; *Goerlich*, Wertordnung und Grundgesetz, S. 133, 189.

167 *Forsthoff*, Zur Problematik der Verfassungsauslegung, S. 26 ff.



Diesen Bedenken kann mit dem von *Alexy* entwickelten Verständnis der Grundrechte als Prinzipien begegnet werden. *Alexy* hat die „Wertetheorie“ zu einer „Prinzipientheorie“ weiterentwickelt. Über ihren unmittelbaren Regelungsgehalt hinaus, misst er den Grundrechten den Charakter von „Prinzipien“ bei. Dieser Prinzipiencharakter gebiete, die Geltungskraft der Grundrechte in einem bezogen auf die rechtlichen und tatsächlichen Möglichkeiten möglichst hohen Maße zu realisieren.<sup>168</sup> Prinzipien und Werte unterscheiden sich danach in ihrem Aussagewert. So sagen „Prinzipien, was prima facie gesollt, Werte, was prima facie gut ist“.<sup>169</sup> Wenn man diese Unterscheidung nun auf obiges Beispiel anwendet, dann kann Art. 2 Abs. 2 S. 1 GG nicht nur der „Wert Leben“, sondern auch das Gebot, das menschliche Leben weitestgehend zu erhalten und zu schützen, entnommen werden. Anders als eventuell dem Terminus Wert kann dieser Aussage nicht der Vorwurf mangelnder Bestimmtheit gemacht werden. Dies gilt insbesondere auch für Abwägungen, die die den Grundrechten abstrahierten Werte bzw. Prinzipien zum Gegenstand haben. Bei diesen stehen sich die Beeinträchtigung des einen Prinzips und der Wichtigkeitsgrad der Erfüllung des anderen Prinzips gegenüber.<sup>170</sup> Es lässt sich damit eine Regel für die Abwägungsentscheidung aufstellen, so dass diese in gleichem Maße wie jede richterliche Abwägungsentscheidung rational begründet werden kann. Mit dem Verständnis als Prinzipien erhält die Wertetheorie eine logische Struktur, die diese juristisch operationalisierbar macht. Die Kritik verfängt nicht und der Rekurs auf die „Wertordnung“ erweist sich als fruchtbar.

### **(bb) Institutionelle Grundrechtstheorie**

Die institutionelle Grundrechtstheorie versteht die Grundrechte nicht primär als Abwehrrechte gegen den Staat, sondern als objektive Ordnungsprinzipien für die von ihnen geschützten Lebensbereiche. Sie versteht die grundrechtliche Freiheit als ein „Institut“, eine objektive Gegebenheit, und die Grundrechte entfalten daher eine objektiv-rechtliche Wirkung dahingehend, diese grundrechtliche Freiheit im objektiv-institutionellen Sinne zu gewährleisten.<sup>171</sup> Dieses Verständnis der Grundrechte nivelliert die Schrankenregelungen der Grundrechte. Denn es versteht eine normative Regelung im Grundrechtsbereich nicht primär als Beschränkung, sondern eher als Ermöglichung und Verwirklichung des „Instituts“ des jeweiligen Grundrechts. So gestattet es, Gesetze,

---

<sup>168</sup> *Alexy*, Theorie der Grundrechte, S. 71 ff.

<sup>169</sup> *Alexy*, Recht, Vernunft, Diskurs, S. 270; *ders.*, Theorie der Grundrechte, S. 133.

<sup>170</sup> *Alexy*, Theorie der Grundrechte, S. 145 ff.

<sup>171</sup> *Häberle*, Die Wesengehaltsgarantie des Art. 19 Abs. 2 GG, S. 70 ff., 116 ff., 210 ff.

die nur den Grundrechtsgehalt bestimmen und ausformen, von grundrechtsbeschränkenden Gesetzen zu unterscheiden.<sup>172</sup> Diese Unterscheidung widerspricht aber den differenzierten Schrankenregelungen der Grundrechte, da sie inhaltsbestimmende und -ausformende Gesetze auch dort zulässt, wo die jeweiligen Grundrechte keinen oder keinen entsprechenden Einschränkungsvorbehalt vorsehen.<sup>173</sup> Dies begründet die Ablehnung dieses Grundrechtsverständnisses.

### **(cc) Demokratisch-funktionale Grundrechtstheorie**

Die demokratisch-funktionale Grundrechtstheorie versteht die Grundrechte von einer öffentlichen und politischen Funktion her. Danach sind Grundrechte „dem Bürger nicht zur freien Verfügung eingeräumt, sondern in seiner Eigenschaft als Glied der Gemeinschaft und damit auch im öffentlichen Interesse“<sup>174</sup>. Dieses Verständnis hat weitreichende Folgen für die Bestimmung des grundrechtlichen Schutzbereiches. Die grundrechtliche Freiheit wird eine „Freiheit um zu“<sup>175</sup>. Es verschiebt sich der maßgebliche Bezugspunkt der grundrechtlichen Gewährleistung vom Subjekt Bürger zum demokratisch-politischen Prozess.<sup>176</sup> Denn der demokratisch-politische Prozess ist schwerlich abzugrenzen und damit könnte es zu einem politisch motivierten Dezisionismus kommen.<sup>177</sup> Bei diesem Grundrechtsverständnis besteht daher, um das vielzitierte Wort von *Carl Schmitt*<sup>178</sup> aufzugreifen, eine Gefahr der „Tyrannei der Politik“. Daher kann diese Auffassung nicht überzeugen.

### **(dd) Sozialstaatliche Grundrechtstheorie**

Die sozialstaatliche Grundrechtstheorie geht davon aus, dass in der Wirklichkeit einer Vielzahl von Menschen die sozialen Voraussetzungen fehlen, um ihre grundrechtlich gewährleistete Freiheit auch real wahrzunehmen. In dem Sozialstaatsauftrag erblickt sie die Überwindung des liberalen Grundrechtsverständnisses. Der Sozialstaatsauftrag aus Art. 20 Abs. 1 GG verpflichtet den Staat von Verfassungs wegen die notwendigen, sozialen Voraussetzungen für die Verwirklichung grundrechtlicher Freiheiten zu schaffen und zu

<sup>172</sup> Vgl. *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1532.

<sup>173</sup> *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1532; so wohl auch *H. Klein*, DVBl. 1994, 489, 494.

<sup>174</sup> BVerwGE 14, 21, 25; *Krüger*, Allgemeine Staatslehre, S. 542.

<sup>175</sup> *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1535.

<sup>176</sup> *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1535; *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 59 f.

<sup>177</sup> *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1535.

<sup>178</sup> Vgl. *Schmitt*, FS Forsthoff, S. 37.

sichern.<sup>179</sup> Aus den Grundrechten in Verbindung mit dem Sozialstaatsgebot ergebe sich daher eine grundrechtliche Schutzpflicht.

Dieses Grundrechtsverständnis erscheint auf den ersten Blick plausibel. Denn welchen Wert soll ein Grundrecht haben, dass nur rein rechtlich, also auf dem Papier, jedoch nicht in der Wirklichkeit existiert. Zudem verfügt es mit dem in Art. 20 Abs. 1, 28 Abs. 1 GG niedergelegten Sozialstaatsgebot über einen konkreten, dogmatischen Anknüpfungspunkt. Wenn der Staat von Verfassungs wegen ausdrücklich zur Sozialstaatlichkeit verpflichtet wird, dann erscheint es doch als eine Mindestanforderung, dass die Bürger ihre Grundrechte real wahrnehmen können.

Allein die Existenz des Sozialstaatsprinzips spricht für die Annahme grundrechtlicher Schutzpflichten. Denn damit bringt der Verfassungsgeber zum Ausdruck, dass er ein ordnendes Gestalten des Staates für notwendig hält. Wäre er der Auffassung, dass sich aus dem freien Spiel der gesellschaftlichen Kräfte eine optimale Gesellschaftsordnung ergäbe, dann bedürfte es nicht der Sozialstaatsklausel.<sup>180</sup> Dies erscheint vor dem Hintergrund der heutigen gesellschaftlichen Wirklichkeit selbstverständlich. Individuelle Begabung und Leistung reichen oft allein nicht aus, um die selbstgesetzten Lebensziele zu erreichen. Als Beispiel mögen die Berufsausbildung und die Kultur dienen. Diesbezügliche Bedürfnisse können vielfach ohne Förderung des Staates nicht befriedigt werden. Es bedarf daher in vielen Bereichen staatlicher Unterstützung, um verfassungsrechtlich gewährleistete Freiheit wahrnehmen zu können.<sup>181</sup> Gleichzeitig kann die Ausübung wirtschaftlicher und sozialer Macht ebenso schwerwiegende und nachhaltige Folgen haben wie die Anwendung physischer Gewalt.<sup>182</sup> Daher erscheint gerade für den Bereich der Wirtschaftsaufsicht der Rekurs auf das Sozialstaatsprinzip auf den ersten Blick als fruchtbar.

Dennoch erweist sich der Rückgriff auf das Sozialstaatsprinzip für die Begründung grundrechtlicher Schutzpflichten nur bedingt als tragfähig. Der Begriff des „sozialen“ ist

---

179 *Bethge*, Der Staat 24 (1985), 351, 375 ff.; *Böckenförde*, NJW 1974, 1529, 1535 f.; *ders.*, Freiheitssicherung gegenüber gesellschaftlicher Macht, in: Posser/Wassermann, Freiheit in der sozialen Demokratie, S. 69 ff, insb. S. 71, 74 f.; *Scherzberg*, DVBl. 1989, 1128, 1131; vgl. auch *Langner*, Die Problematik der Geltung der Grundrechte zwischen Privaten, S. 94 f.; *Neumann*, DVBl. 1997, 92, 98.

180 Vgl. *Benda*, Der soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 94.

181 *Benda*, Der soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 94.

182 *Benda*, Der soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 96.

inhaltlich offen und sein Inhalt wird je nach politischer Couleur unterschiedlich bestimmt.<sup>183</sup> Um ein Abgleiten auf die Ebene der tagespolitischen Auseinandersetzung und den damit verbundenen verfassungsrechtlichen Bedeutungsverlust zu verhindern, wird das Sozialstaatsprinzip als Verfassungsprinzip verstanden. Mit Konsensbezogenheit und Wandlungsfähigkeit kommen Verfassungsprinzipien auch im Wandel der Verhältnisse Bedeutung zu. Daraus ergibt sich für das Sozialstaatsprinzip ein erhebliches Maß an Flexibilität und Offenheit.<sup>184</sup> Das Sozialstaatsprinzip ist als Gestaltungsauftrag zu verstehen, der den Staat zur Herstellung sozialer Gerechtigkeit ermächtigt und verpflichtet.<sup>185</sup> Deshalb enthält es jedoch regelmäßig keine unmittelbaren Handlungsanweisungen, die durch die Gerichte ohne einfachgesetzliche Grundlage umgesetzt werden könnten.<sup>186</sup> Es ist Aufgabe des Staates, unter Ausgleich der beteiligten Interessen soziale Gerechtigkeit herzustellen. Das Sozialstaatsprinzip wendet sich in erster Linie an den Gesetzgeber,<sup>187</sup> der bei der Umsetzung über einen weiten Gestaltungsspielraum verfügt.<sup>188</sup>

Wegen der unmittelbaren Verbindung mit dem Sozialstaatsprinzip wirkt sich diese inhaltliche Unbestimmtheit auch auf die sozialstaatliche Grundrechtstheorie aus. Es erscheint äußerst schwierig, aus dem Sozialstaatsprinzip i.V.m. den Grundrechten in concreto Schutzpflichten abzuleiten, ohne gegen das Prinzip der Gewaltenteilung zu verstoßen. *Ernst-Wolfgang Böckenförde* versucht diesen Schwierigkeiten durch ein verändertes Grundrechtsverständnis zu begegnen. So soll die konkrete Grundrechtsgewährleistung unter einem Vorbehalt des finanziell Möglichen stehen.<sup>189</sup> Zudem versteht er die Grundrechte als Verfassungsaufträge, die den Gesetzgeber und die Exekutive nur objektiv binden. Lediglich bei „extrem-missbräuchlicher Untätigkeit“ bestünde ein einklagbarer Anspruch.<sup>190</sup> Diesen Bedenken trägt auch das Bundesverfassungsgericht Rechnung, indem es in seiner Numerus-Clausus-Entscheidung die Einklagbarkeit von aus dem Sozialstaatsprinzip fließenden Schutzpflichten mit Hinweis auf die mangelnde

183 Benda, Der soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 84.

184 Benda, Der soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 84, 112.

185 BVerfGE 22, 180, 204; 35, 202, 235 f.; 40, 121, 133 f.; 69, 272, 314.

186 BVerfGE 65, 182, 193; 82, 60, 80.

187 BVerfGE 1, 97, 105; 22, 180, 204; 50, 57, 108; 71, 66, 80; 75, 348, 360.

188 BVerfGE 43, 13, 19; 18, 257, 273; 29, 221, 235; 50, 57, 108; 56, 1, 21 f.; 70, 278, 288; Benda, Der soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 112 ff.; Bieback, KJ 1998, 162, 173; Neumann, DVBl. 1997, 92.

189 Böckenförde, NJW 1974, 1529, 1536.

190 Böckenförde, NJW 1974, 1529, 1536.

Evidenz einer Verletzung dieses Prinzips offen gelassen hat.<sup>191</sup> Letztlich erscheint damit der Umfang von grundrechtlichen Schutzpflichten aus der Verbindung von Sozialstaatsprinzip und Grundrechten aber nur äußerst schwierig und ungenau zu bestimmen. Der Rekurs auf das Sozialstaatsprinzip kann mit den oben genannten Argumenten die grundsätzliche Annahme staatlicher Verpflichtung zusätzlich unterstützen.<sup>192</sup> Mangels inhaltlicher Kontur kann er allein jedoch keine tragfähige Begründung für die Annahme grundrechtlicher Schutzpflichten bieten.

## **b) Verfassungsexterne Herleitung**

Es werden von einem Teil der Literatur die grundrechtlichen Schutzpflichten auf eine außergrundrechtliche Basis gestellt. Obwohl sich die Schutzpflichten wie oben dargelegt aus den Grundrechten selbst ableiten lassen, sei diese Auffassung an dieser Stelle dargelegt. Sie könnte das oben gefundene Ergebnis bestätigen und absichern.

Diese Auffassung leitet die grundrechtlichen Schutzpflichten aus der Staatsaufgabe Sicherheit ab.<sup>193</sup> Es sei Aufgabe des Rechtsstaates, die Unversehrtheit der Rechtsgüter im Leben der Gesellschaft zu gewährleisten, der privaten Eigenmacht zu wehren und das Gewaltmonopol zu behaupten.<sup>194</sup> Die Staatsaufgabe Sicherheit ist zwar nicht explizit in der Verfassung erwähnt. Dennoch sei sie Teil der Verfassung, da sie Voraussetzung einer effektiven Geltung der Verfassung ist.<sup>195</sup> Diese Staatsaufgabe Sicherheit müsse mit den Grundrechten verknüpft werden, so dass Sicherheit nunmehr bedeute: Unversehrtheit der grundrechtlichen Schutzgüter im Verhältnis der Bürger untereinander.<sup>196</sup> Anders ausgedrückt: Es besteht a priori eine generelle Schutzpflicht des Staates und diese generelle Schutzpflicht wird nun auf die grundrechtlichen Schutzgüter konkretisiert.

Auch dies scheint überzeugend. Denn wenn der Staat von seinen Bürgern einen Gewaltverzicht verlangt, dann ist es diesen genommen, sich selbst gegen Übergriffe Privater

---

191 BVerfGE 33, 303, 331 ff.

192 Dolderer, Objektive Grundrechtsgehalte, S. 153 ff.

193 Isensee, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 83 ff.; ähnlich Klein, NJW 1989, 1633, 1636 und Stern, Staatsrecht III/1, S. 945 ff., der zusätzlich an die Geltungsanordnung des Art. 1 Abs. 3 GG als normative Grundlage anknüpft; vgl. auch Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 64 ff.

194 Isensee, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 83; Stern, Staatsrecht III/1, S. 933.

195 Isensee, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 83.

196 Isensee, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 83; vgl. auch Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 65.

zur Wehr zu setzen. Für diesen Verzicht muss der Staat eine gleichwertige Kompensation anbieten und seinerseits Schutz gewähren. Diese Auffassung widerspricht nicht dem oben gefundenen Ergebnis. Dass ideengeschichtliche Argumente auch eine a priori bestehende Schutzpflicht nahe legen, sichert die Existenz der Schutzpflichten aus den einzelnen Grundrechten zusätzlich ab. Aufgrund der normativen Rückbindung erscheint eine Ableitung der Schutzpflichten über die objektiv-rechtlichen Anordnungen vorzuzugs-würdig. Sie wird daher im Folgenden im Vordergrund stehen.

### **c) Zwischenergebnis**

Es bleibt damit als Ergebnis festzuhalten, dass sich aus der Wertorientierung des Grundgesetzes objektiv-rechtliche Anordnungen ableiten lassen, die eine grundrechtliche Schutzpflicht begründen können. Diese Annahme wird durch die verfassungsexterne Herleitung und den Rekurs auf das Sozialstaatsprinzip zusätzlich unterstützt.

## **2. Konkrete Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG**

Nun soll auf der Grundlage der zuvor gefunden Ergebnisse untersucht werden, ob eine Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG besteht, die verlangt, dass die aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts Drittschutz vermitteln müssen.

### **a) Tatbestand: Grundrechtsgefährdung**

Der Tatbestand, dessen Erfüllung eine grundrechtliche Schutzpflicht auslöst, ist der Eingriff eines Privaten in ein grundrechtliches Schutzgut oder die Gefahr eines solchen Eingriffs.<sup>197</sup>

#### **aa) Schutzgut**

Es bedarf somit zuerst eines grundrechtlichen Schutzguts. Da eine Schutzpflicht zugunsten des Anlegers begründet werden soll, ist auf die Rechtsgüter der Anleger abzustellen. Aufgrund der Einschränkung des Gegenstandes dieser Untersuchung auf den engen Kapitalmarkt-begriff,<sup>198</sup> kommen nur Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 WpHG in Betracht. Diese Wertpapiere der Anleger müssten grundrechtlich geschützt sein. Ein grundrechtlicher Schutz könnte sich aus Art. 14 Abs. 1 GG ergeben. Es müsste sich bei den Wertpapieren um Eigentum i.S.v. Art. 14 Abs. 1 GG handeln. Unter den Begriff des

---

197 Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 74; Isensee, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 89.

198 Vgl. 1. Teil IV.

Eigentums i.S.v. Art. 14 Abs. 1 GG fallen alle privatrechtlichen Positionen, denen ein Vermögenswert zukommt.<sup>199</sup>

Die Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 WpHG müssten privatrechtliche vermögenswerte Positionen darstellen. Unter den Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 WpHG fallen „alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere

1. Aktien,
2. andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind sowie Zertifikate, die Aktien vertreten,
3. Schuldtitel,
  - a) insbesondere Genussscheine und Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen sowie Zertifikate, die Schuldtitel vertreten,
  - b) sonstige Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach den Nummern 1 und 2 berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird.

Wertpapiere sind auch Anteile an Investmentvermögen, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden.“

Diese Titel stellen vermögenswerte Positionen des Privatrechts und damit Eigentum i.S.v. Art. 14 Abs. 1 GG dar. Denn maßgebend für den Wertpapierbegriff sind die drei einander bedingenden Kriterien der Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit.<sup>200</sup> Diese Kriterien lassen zwar auf den ersten Blick nicht darauf schließen, dass es sich bei Wertpapieren um vermögenswerte Positionen des Privatrechts handelt. Dennoch ist ein solcher Schluss möglich, denn diese Kriterien setzen das Bestehen eines vermögenswerten Rechts gerade voraus und stellen noch strengere Anforderungen an dieses. So verneint das Kriterium der Standardisierung beispielsweise den Wertpapier-

---

199 Vgl. BVerfGE 1, 264, 278; 58, 300, 335 f.; 70, 191, 199; 79, 174, 191; 83, 201, 208 f.; 95, 64, 82; 95, 267, 300; *Depenheuer*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art. 14 Rn. 113; *Jarass*, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 14 Rn. 6; *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 14 Rn. 55; *Pieroth/Schlink*, Grundrechte, Staatsrecht II, Rn. 903; *Wieland*, in: *Dreier*, GG, Art. 14 Rn. 39.

200 Vgl. Begr. RegE. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 135.

Charakter bei einer individuellen Ausgestaltung des Titels durch Berücksichtigung spezieller Kundenwünsche (z.B. hinsichtlich Laufzeit, Volumen und Basispreis).<sup>201</sup> Wertpapiere müssen daher nicht nur ein Recht darstellen, sondern dieses Recht bedarf auch noch einer besonderen, nämlich standardisierter, Ausgestaltung.

Dies verdeutlicht auch ein Blick auf einige der in § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG genannten Regelbeispiele. So ist die Aktie ein Vermögensrecht und genießt als „gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum“<sup>202</sup> den Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG.<sup>203</sup> Auch Zertifikate, die Aktien vertreten, unterfallen damit dem Eigentumsbegriff. Denn für sie kann nichts anderes gelten, da sie die Aktien nur vertreten. Schuldtitel i.S.v. § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG sind Schuldverschreibungen und andere übertragbare Forderungen in verbriefter Form.<sup>204</sup> Schuldverschreibungen verbriefen ein Forderungsrecht (Rückzahlungsanspruch) und einen Zinsanspruch.<sup>205</sup> Optionsscheine, die nun von Nr. 3 b) erfasst werden,<sup>206</sup> verbriefen eine Option und damit das Recht, einen bestimmten Basiswert innerhalb eines bestimmten Zeitraums oder zu einem festgelegten Zeitpunkt zu einem beim Vertragsschluss festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen.<sup>207</sup> Alle diese Titel stellen privatrechtliche Forderungen und Rechte dar bzw. verbriefen diese. Zudem kommt ihnen ein Vermögenswert zu, sodass sie Eigentum i.S.v. Art. 14 Abs. 1 GG darstellen.

Davon zu unterscheiden ist der Schutz des Anlegers bei der Anlageentscheidung. Auch hier bedarf er des Schutzes, z.B. vor missbräuchlichen Anlageberatungen. Da er jedoch noch nicht Inhaber der Wertpapiere ist, kann sich insoweit kein Schutz aus Art. 14 Abs. 1 GG ergeben. Für den Erwerb der Wertpapiere ist jedoch das Aufbringen von Finanzmitteln notwendig. Diese werden regelmäßig dem Eigentumsbegriff unterfallen. Insoweit besteht daher ein Schutz über Art. 14 Abs. 1 GG. Die Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 WpHG stellen ein grundrechtliches Schutzgut dar. Dies gilt in der Regel auch für die Finanzmittel, die zum Erwerb der Wertpapiere eingesetzt werden.

---

201 Begr. RegE. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 135

202 BVerfGE 25, 371, 407; so auch BVerfGE 100, 289, 301.

203 BVerfGE 14, 263, 276 ff.; 25, 371, 407; 50, 290, 341 ff.; 95, 267, 320; vgl. speziell zu Aktieneigentum und Art. 14 GG auch *Suhr*, Eigentumsinstitut und Aktieneigentum, S. 141 ff.

204 So der erste Teil der Definition in Art. 2 Abs. 1 lit. b) Richtlinie 2004/109/EG, der laut Begründung zum Regierungsentwurf des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes für den Begriff des Schuldtitels in § 2 Abs. 1 WpHG maßgeblich sein soll, vgl. BT-Drucks. 16/2498, S. 30.

205 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 9.124 ff.

206 Vgl. Begr. RegE. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 136.

207 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.98 ff.



Wie eingangs dargelegt, stellen alle privatrechtlichen vermögenswerten Rechte Eigentum im verfassungsrechtlichen Sinne dar. Damit definiert Art. 14 Abs. 1 GG keinen aus sich heraus abgrenzbaren Schutzbereich. Vielmehr liegt es in der Hand des Gesetzgebers, was dem Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG unterfallen soll. Dies gilt für die Abwehrfunktion der Grundrechte. Es stellt sich die Frage, ob dies auch für die Funktion als Schutzpflicht gilt. So erscheint es fraglich, ob durch *einfaches* Gesetz der Umfang einer *grundrechtlichen* Schutzpflicht bestimmt werden kann.

Grundlage für eine Schutzpflicht ist, neben dem Sozialstaatsgebot und der Staatsaufgabe Sicherheit, die objektiv-rechtliche Wertordnung der Grundrechte. Entscheidend ist daher, ob die objektiv-rechtliche Wertentscheidung des Art. 14 Abs. 1 GG das Eigentum in all seinen einfachrechtlichen Facetten erfasst. Sollte dies der Fall sein, dann besteht in jedem Fall eine grundrechtliche Schutzpflicht. Es bedürfte keines Rückgriffs auf das Sozialstaatsgebot oder die Staatsaufgabe Sicherheit.

*Schwerdtfeger* verneint dies. Ihm zufolge erstreckt sich die objektiv-rechtliche Wertentscheidung von Art. 14 Abs. 1 GG nur auf die Grundaspekte des Eigentums, die durch die Verfassung selbst konstituiert werden. Zur Begründung führt er aus, dass der Verfassungsgeber nicht unbesehen alles für wertvoll gehalten haben könne, was der Gesetzgeber als Eigentum definiert.<sup>208</sup> *Schwerdtfeger* möchte damit das einfachrechtlich ausgeformte Eigentum in verfassungsnotwendige und das Verfassungsnotwendige übersteigende Vorschriften aufteilen. Eine solche Aufteilung erscheint jedoch kaum möglich.<sup>209</sup> *Schwerdtfeger* nennt zwar mit der Privatnützigkeit des Eigentums und der grundsätzlichen Verfügungsfähigkeit einige Beispiele für die sog. Grundaspekte des Eigentums. Eine weitere Beschreibung, wie darüber hinaus die Grundaspekte des Eigentums zu erkennen sind, bleibt er schuldig. Im Übrigen stellt sich die Frage, warum der Verfassungsgeber nicht all das unbesehen für wertvoll und damit für grundrechtlich schützenswert gehalten hat, was der Gesetzgeber als Einzelinhalt des Eigentums bestimmt. Mit Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG wird dem Gesetzgeber vom Verfassungsgeber ausdrücklich eine Ausgestaltungsbefugnis zugestanden.<sup>210</sup> Dies legt es jedoch gerade nahe, dass der Verfassungsgeber alles das unter den grundrechtlichen Schutz stellen

---

208 *Schwerdtfeger*, NVwZ 1982, 5, 8; ähnlich *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht, S. 68 f.

209 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 78.

210 *Bryde*, in: v. Münch/Kunig, GG, Art. 14 Rn. 11.

wollte, was die Rechtsordnung gerade jeweils an konkreten Zuordnungen vermögenswerter Positionen an Private hervorbringt.<sup>211</sup> Die objektive Wertentscheidung des Art. 14 Abs. 1 GG erfasst daher das Eigentum in seiner durch das einfache Recht geformten Gestalt und in diesem Umfang besteht auch eine grundrechtliche Schutzpflicht.<sup>212</sup>

## **bb) Eingriff**

Neben dem grundrechtlichen Schutzgut ist der Eingriff eines Privaten in dieses Schutzgut Voraussetzung für eine grundrechtliche Schutzpflicht. Es genügt jedoch auch die Gefahr eines Eingriffs. Auf einen konkreten Eingriff kann hier aufgrund der für die Untersuchung notwendigen Abstraktion nicht abgestellt werden. Vielmehr soll es jedoch genügen darzulegen, dass es typischerweise zu Eingriffen durch Private kommen kann. Als solche Eingriffe kommen z.B. Insiderhandel, Täuschungen im Vorfeld einer Emission, Täuschungen bei der Anlageberatung oder Kursmanipulationen in Betracht. Daneben ist auch die spezifische Risikolage im Bereich des Kapitalmarkts zu berücksichtigen. Wie *Johannes Dietlein* richtig erkannt hat, ist der durch die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Reform des § 218 StGB formulierte Begriff des Eingriffs missverständlich. Er beschränkt die Sichtweise auf die Vorstellung individualisierbarer Eingriffe durch personale Dritte. Eine Schutzpflicht muss jedoch auch dort bestehen, wo Gefährdungen aus einer Kumulation von Risiken gleichen oder unterschiedlichen Ursprungs resultieren.<sup>213</sup> Der Begriff der Gefährdung ist daher vorzuzugswürdig. Solche Risiken, aus denen Gefährdungen resultieren können, erwachsen im Bereich des Kapitalmarkts aus einer Vielzahl potentieller Quellen. Als solche Quellen seien an dieser Stelle nur die aus Beteiligungsverhältnissen resultierenden Interessenkonflikte innerhalb eines Unternehmens, die Anonymität und Komplexität der Geschäftsabwicklung beim Wertpapierhandel, mögliche Gewinnmargen bei betrügerischem Verhalten und die schwierige Situation der Wertpapierinhaber bei Unternehmensübernahmen genannt.

---

211 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 78 f.

212 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 78 f.; ähnlich und mit dem gleichen Ergebnis *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 94, und *Ruffert*, Vorrang der Verfassung und Eigenständigkeit des Privatrechts, S. 386 ff. zum Mietrecht.

213 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 105 f.

### cc) Selbstgefährdung

Fraglich ist jedoch, ob es eine Schutzpflicht auch in einem so risikobehafteten Bereich wie dem Kapitalmarkt geben kann. Man könnte annehmen, dass, wer aus freien Stücken am Kapitalmarkt agiert, damit eigenverantwortlich ein Risiko eingeht und daher keines Schutzes bedarf. Es stellt sich damit die Frage, ob die grundrechtlichen Schutzpflichten auch bei freiwillig eingegangenem Risiko zu staatlichem Schutz verpflichten. Diese Problematik wird vielfach unter dem Stichwort „Grundrechtsschutz gegen sich selbst“ diskutiert. Es wird in der Literatur die These vertreten, dass die Selbstgefährdung der Gefährdung durch andere prinzipiell gleichstehe.<sup>214</sup> Grundrechtliche Schutzpflichten würden daher auch Gefahren erfassen, die vom Träger des Grundrechts selbst ausgingen. Dieser generellen Aussage kann so nicht zugestimmt werden. Vielmehr bedarf es eines differenzierenden Blickes auf die dogmatischen Grundlagen der grundrechtlichen Schutzpflichten.

Der Teil der Literatur, der die grundrechtlichen Schutzpflichten aus der Staatsaufgabe Sicherheit ableitet,<sup>215</sup> möchte die Unversehrtheit der grundrechtlichen Schutzgüter im Verhältnis der Bürger untereinander gewährleisten. Als Ausgleich für den mit dem Gewaltmonopol des Staates verbundenen Gewaltverzicht der Bürger sei es Aufgabe des Staates, die Eingriffe in Schutzgüter durch private Eigenmacht abzuwehren. In der Konstellation der Selbstgefährdung fehlt es jedoch an einem solchen Störer. Es kann daher konsequenterweise keine grundrechtliche Schutzpflicht bei Selbstgefährdungen bestehen.<sup>216</sup> In dieser Ablehnung des Grundrechtsschutz gegen sich selbst bleibt diese Auffassung jedoch nicht konsequent. Wohl um die Härten dieser Haltung abzuschwächen nimmt sie an, dass der Staat allen Personen, die nicht fähig sind, ihre Freiheit eigenverantwortlich wahrzunehmen, Grundrechts*fürsorge* schulde.<sup>217</sup> Damit wird diese Auffassung jedoch dogmatisch unpräzise, denn es sind weder die rechtlichen Grundlagen der Grundrechts*fürsorge* noch deren Reichweite erkennbar. Diese Ungenauigkeiten sind Folge der fehlenden normativen Anbindung dieser Auffassung für die Ableitung grundrechtlicher Schutzpflichten. Da dieser Ansatz nicht die tragende

214 *Stern*, Staatsrecht III/1, S. 736.

215 Vgl. 2. Teil C. I. 1. b).

216 *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111 Rn. 113 ff.; *ders.*, FS Großfeld, S. 502 f.

217 *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111 Rn. 115.

Begründung für die Annahme grundrechtlicher Schutzpflichten ist,<sup>218</sup> kann das soeben gefundene Ergebnis zurückstehen.

Anders dagegen stellt sich nämlich die Lage bei einer Begründung der grundrechtlichen Schutzpflichten über die Werteordnung dar.<sup>219</sup> Wenn man den Freiheitsrechten im Wege der Abstraktion einen *objektiven* Wert extrahiert, dann kann dieser nicht zur Disposition des Grundrechtsträgers stehen. Diese objektive Geltung und die damit verbundenen Orientierung der Schutzpflichten am Schutzgut sind unvereinbar mit einer Differenzierung nach dem Ursprung der Gefährdung.<sup>220</sup> Es besteht damit auch bei Selbstgefährdungen eine grundrechtliche Schutzpflicht des Staates. Bei dieser generellen Bejahung von Schutzpflichten stellt sich jedoch die Frage, ob in ausreichendem Maße die Autonomie des Bürgers und die Funktion der Grundrechte als Garantie personaler Freiheit berücksichtigt wird. Es wird daher auch eingewandt, dass mit der Anerkennung von Schutzpflichten bei Selbstgefährdungen der Grundrechtsschutz verkürzt, ja gar in sein Gegenteil verkehrt werde.<sup>221</sup>

Diesen Bedenken ist auf einer zweiten Ebene zu begegnen.<sup>222</sup> Denn neben einer Schutzpflicht ist Voraussetzung für das schützende Tätigwerden des Staates auch das Bestehen einer Schutzberechtigung. Anders als früher angenommen wurde, stellt die Selbstgefährdung in dieser Konstellation keinen Grundrechtsverzicht dar<sup>223</sup>, sondern ist ein grundrechtlich geschütztes Verhalten.<sup>224</sup> Wie jedes Verhalten ist auch das selbstgefährdendes Verhalten grundrechtlich geschützt. Entweder es unterfällt einem speziellen Grundrecht<sup>225</sup> oder wird zumindest durch die allgemeine Handlungsfreiheit aus Art. 2 Abs. 1 GG geschützt.<sup>226</sup> Damit stellt jedes schützende Tätigwerden des Staates

---

218 Vgl. 2. Teil C. I. 1. c).

219 Vgl. 2. Teil C. I. 1. a) cc) (5) (aa).

220 Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 103, 223 ff.; diese logische Konsequenz erkennt auch Hermes, Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, S. 229 an.

221 Hermes, Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, S. 229; Hillgruber, Der Schutz des Menschen vor sich selbst, S. 147 f.

222 Dietlein, die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 227 ff.; vgl. auch Gempp/Hebeler, BayVBl. 2004, 257 ff.

223 v. Münch, FS Ipsen, S. 113 ff.; Robbers, Sicherheit als Menschenrecht, S. 220 ff.

224 Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 223 ff.; Fischer, Die Zulässigkeit aufgedrängten staatlichen Schutzes vor Selbstschädigung, S. 31 ff.; Gempp/Hebeler, BayVBl. 2004, 257, 258; Hillgruber, Der Schutz des Menschen vor sich selbst, S. 114 ff.; Schwabe, JZ 1998, 66, 68 f.

225 Als Beispiel nennt Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 223 die Teilnahme an einer Versammlung in einem einsturzgefährdetem Haus genannt.

226 Vgl. Gempp/Hebeler, BayVBl. 2004, 257, 258 ff.; Schwabe, JZ 1998, 66, 68 f.

zugleich einen Eingriff in diesen Schutzbereich dar, der einer Rechtfertigung bedarf. Zu einer Verkürzung des Grundrechtsschutzes kann es dagegen nur kommen, wenn man die grundrechtliche Schutzpflicht als Eingriffstitel anerkennt. Dem ist jedoch genau aus diesem Grund entgegenzutreten. Grundrechtliche Schutzpflichten stellen keinen Titel für Eingriffe in Grundrechte dar.<sup>227</sup>

Ein Grundrechtsschutz gegen sich selbst ist daher nur in zwei Konstellationen denkbar. Zum einen, wenn das schützende Handeln des Staates zugleich auch dem Schutz der Rechte Dritter dient. Eine Rechtfertigung des Eingriffs ergibt sich in diesem Fall aus den verfassungsimmanenten Schranken. Die zweite Möglichkeit ist die Rechtfertigung über die Schrankenregelungen. Danach kann es im Einzelfall zu einem Grundrechtsschutz gegen sich selbst kommen, wenn die Schrankenregelung und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit gewahrt sind. Diese letzte Konstellation bedarf einer näheren Darlegung.

Ein schützendes Tätigwerden des Staates bei Selbstgefährdungen darf daher nur unter Wahrung der Schrankenregelungen und des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit erfolgen. Fraglich ist jedoch, ob allein über den Weg der Eingriffsrechtfertigung der Gefahr einer Bevormundung des Bürgers durch den Staat begegnet werden kann. Diese erscheint insbesondere problematisch, da ein großer Teil der selbstgefährdenden Handlungen nur durch Art. 2 Abs. 1 GG geschützt werden. Da die Schranke der verfassungsmäßigen Ordnung allgemein als einfacher Gesetzesvorbehalt verstanden wird,<sup>228</sup> bedarf eine Rechtfertigung und damit ein Schutz des Bürgers gegen sich selbst nur einer Rechtsgrundlage und der Wahrung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit. Daher wird vereinzelt versucht, die Schrankenregelung des Art. 2 Abs. 1 GG in einen qualifizierten Gesetzesvorbehalt umzudeuten.<sup>229</sup> Diese Ansätze können jedoch nicht überzeugen. Es ist nicht ersichtlich warum der Schrankenregelung des Art. 2 Abs. 1 GG gerade in dem Bereich der Selbstgefährdungen eine andere Bedeutung zukommen soll als sonst.<sup>230</sup> Vielmehr ist es ausreichend, um eine ausreichende Wahrung der Selbstbe-

227 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 67 ff.; *Littwin*, Grundrechtsschutz gegen sich selbst, S. 183 f.

228 BVerfGE 6, 32, 37 ff; 63, 88, 108 ff.; 80, 137, 153; *Jarass*, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 2 Rn. 17; *Kunig*, in: v. Münch/Kunig, GG, Art. 2 Rn. 23; *Manssen*, Staatsrecht II, Grundrechte, Rn. 236 f.; *Murswiek*, in: Sachs, GG, Art. 2 Rn. 89 f.; *Pieroth/Schlink*, Grundrechte, Staatsrecht II, Rn. 383 f.

229 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 228 ff.; *Hillgruber*, Der Schutz des Menschen vor sich selbst, S. 116 ff.

230 So auch *Fischer*, Die Zulässigkeit aufgedrängten staatlichen Schutzes vor Selbstschädigung, S. 110 ff.

stimmung der Bürger zu gewährleisten, den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit streng anzuwenden. So ist bei der Angemessenheit bzw. Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne zu berücksichtigen, dass die Entscheidung des Bürgers über eine Selbstgefährdung grundrechtlich geschützt ist, insbesondere durch das allgemeine Persönlichkeitsrecht aus Art. 1 Abs. 1, 2 Abs. 1 GG<sup>231</sup>. Dabei sind auch die teilweise weitreichenden Konsequenzen eines Grundrechtsschutzes gegen sich selbst zu beachten, so insbesondere für die zivilrechtliche Privatautonomie.<sup>232</sup> Daneben kommen als weitere Gesichtspunkte in der Abwägung der Grad der tatsächlichen Selbstbestimmung und die Betroffenheit anderer Grundrechte des Selbstgefährdenden in Betracht. Mit Blick auf die hohe Bedeutung der Selbstbestimmung in unserer Rechtsordnung, insbesondere im Rahmen der Privatautonomie, sind daher hohe Anforderungen an Erwägungen zu stellen, die bei der Abwägung der Schutzgüter eine Entscheidung gegen die Selbstgefährdung begründen können. Vorteil dieser Auffassung ist, dass bei der Abwägung der Grad der Selbstbestimmung der Entscheidung flexibel berücksichtigt werden kann. Denn je weniger selbstbestimmt eine Entscheidung über die Selbstgefährdung erscheint, desto geringer wiegt der Eingriff, den der Schutz gegen diese Selbstgefährdung darstellt. Eine solche mangelnde Entscheidungsfreiheit kann beispielsweise aus den heutigen komplexen Lebensverhältnissen oder tatsächlichen Zwängen resultieren.<sup>233</sup>

Es kann daher die generelle Aussage getroffen werden, dass ein Grundrechtsschutz gegen sich selbst durchaus bestehen kann. Einen Grundrechtsschutz gegen sich selbst kann es aber nur insoweit geben, wie eine Schutzberechtigung besteht, denn ansonsten geht die generell bestehende Schutzpflicht ins Leere. Bei Anwendung oben aufgestellter Kriterien wird sich die Annahme eines Grundrechtsschutzes gegen sich selbst im Bereich des Kapitalmarkts jedoch wohl auf Ausnahmen beschränken. Es ist kaum eine Situation vorstellbar, in der ein Eingreifen zum Schutze des Anlegers auch dem Schutz der Rechte Dritter dient, so dass der Eingriff durch kollidierendes Verfassungsrecht gerechtfertigt sein könnte. Zudem erscheint es bei lebensnaher Betrachtung wenig wahrscheinlich, dass tatsächliche Zwänge bestehen können, die einen Anleger zu einer Anlage in Wertpapieren motivieren. Auch dürfte, spätestens seit dem Ende der sog. New Economy, die generelle Risikohaftigkeit einer solchen Anlage allgemein bekannt

231 *Fischer*, Die Zulässigkeit aufgedrängten staatlichen Schutzes vor Selbstschädigung, S. 223 ff.

232 Vgl. dazu *Canaris*, AcP 184 (1984), 201 ff., insb. 225 ff.; *ders.* Grundrechte und Privatrecht, S. 1 ff.; *Hermes*, NJW 1990, 1764, 1765 ff.; *Singer*, JZ 1995, 1133 ff.

233 Vgl. BVerfGE 81, 242 ff.; 89, 214 ff.; *Nipperdey*, Grundrechte und Privatrecht, S. 19; *Singer*, JZ 1995, 1133, 1139.

sein. Es wird daher beim Anleger in der Regel ein hoher Grad an Selbstbestimmung bei seiner Anlageentscheidung bestehen. Anders dürfte dies jedoch bei komplexen, unbekannten Anlageformen, z.B. Derivaten, aussehen. Diese sind jedoch nicht Gegenstand dieser Untersuchung.<sup>234</sup>

Eine grundrechtliche Schutzpflicht gegen typische Gefahren des Kapitalmarkts, z.B. das allgemeine Risiko eines Kursverlustes, wird daher nur in Ausnahmefällen bestehen. Davon zu unterscheiden sind jedoch Gefahren, die nicht typischerweise mit dem Kapitalmarkt verbunden sind. So z.B. die Gefahr eines Kursverlustes durch Kursmanipulation. Diese Risiken erwachsen gerade nicht typischerweise aus dem Kapitalmarkt, sondern aus dessen Missbrauch. Insoweit ist der Anleger dieses Risiko nicht eigenverantwortlich eingegangen, und es besteht in jedem Fall eine grundrechtliche Schutzpflicht.

#### **b) Rechtsfolge: Pflicht des Staates zur Gefahrenabwehr**

Es besteht eine grundrechtliche Pflicht zum Schutz der Anleger. Damit ist jedoch noch nicht die Frage beantwortet, ob diese Schutzpflicht auch verlangt, dass die aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts Drittschutz vermitteln müssen. Dies ist eine Frage der Rechtsfolge grundrechtlicher Schutzpflichten und in zwei Schritten zu klären. Zuerst ist zu untersuchen, ob grundrechtlichen Schutzpflichten überhaupt subjektive Rechte entsprechen. Eine solche Subjektivierung ist eine denklogische Voraussetzung für eine Verpflichtung des Gesetzgebers, das die Schutzpflicht konkretisierende Gesetzesrecht subjektiv-rechtlich auszugestalten. In einem zweiten Schritt ist dann zu klären, ob sich von diesem (eventuellen) Anspruchscharakter der grundrechtlichen Schutzpflichten auf eine Subjektivierung des einfachen Rechts schließen lässt.

#### **aa) Schutzpflichten als subjektive Rechte**

Für die Abwehrfunktion der Grundrechte ist ihr Charakter als subjektives Recht allgemein anerkannt. Für die Funktion der Schutzpflicht ist dies hingegen nicht so. Vielmehr ist dies ein zentrales und sehr umstrittenes Thema der Grundrechtsdogmatik. Diese Problematik basiert auf dem grundsätzlichen Unterschied der beiden grundrechtlichen Funktionen. Für die Abwehrfunktion ist das Unterlassen jeder einzelnen Beeinträchtigungshandlung eine notwendige Bedingung und erst die Unterlassung aller Beeinträchti-

---

234 Vgl. 1. Teil A. IV.

gungshandlungen eine hinreichende Bedingung, um das Abwehrrecht zur Geltung zu bringen. Dagegen ist für die Schutzfunktion die Vornahme nur einer geeigneten Schutzmaßnahme hinreichend.<sup>235</sup>

Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zum Status der grundrechtlichen Schutzpflichten als subjektive Rechte war anfangs nicht eindeutig. Das Gericht bevorzugte objektive Formulierungen und Konstruktionen.<sup>236</sup> Doch auch hier sprach das Bundesverfassungsgericht vom „*Recht* des Ungeborenen“. <sup>237</sup> Im Schleyer-Urteil wurde eine „Schutzpflicht [...] gegenüber dem Einzelnen“ von einer „Schutzpflicht gegenüber der Gesamtheit aller Bürger“ unterschieden.<sup>238</sup> Diese Formulierungen legen die Anerkennung eines subjektiven Rechts nahe. Diese Tendenz des Gerichts Schutzpflichten als subjektive Rechte anzuerkennen, lässt sich auch mit seiner Haltung zu entsprechenden Verfassungsbeschwerden belegen. So wurden die Verfassungsbeschwerden im Mühlheim-Kärlich-Beschluss<sup>239</sup> auf die Verletzung grundrechtlicher Schutzpflichten gestützt und vom Bundesverfassungsgericht zugelassen. Eine Verfassungsbeschwerde muss jedoch auf die Verletzung eines subjektiven Rechts gestützt werden. Das Bundesverfassungsgericht geht daher zwangsläufig von einer Subjektivierung der grundrechtlichen Schutzpflichten aus.

Gegen eine solche Subjektivierung wird jedoch eingewandt, dass sie die Funktion der Grundrechte in ihr Gegenteil verkehren könne. Wenn man eine Subjektivierung anerkennt, dann besteht unter Umständen eine Pflicht des Staates in die Freiheitsrechte anderer Bürger einzugreifen.<sup>240</sup>

Die hier vertretenen Theorie des Verständnisses von Grundrechten als Prinzipien spricht für die Anerkennung von subjektiven Rechten. Der Prinzipiencharakter gebietet, die Geltungskraft der Grundrechte zu optimieren. Mit der Zuerkennung subjektiver Rechte wird die Geltungskraft in einem höherem Maße realisiert als bei einem objektiv-rechtli-

---

235 Alexy, Theorie der Grundrechte, S. 421.

236 Etwa BVerfGE 39, 1, 41 ff. Auch im zweiten Abtreibungsurteil (BVerfGE 88, 203 ff.) bezog das BVerfG keine eindeutige Stellung. Dies war möglich, da es sich bei beiden Verfahren um abstrakte Normenkontrollverfahren handelte.

237 BVerfGE 39, 1, 50.

238 BVerfGE 46, 160, 165.

239 BVerfGE 53, 30 ff.

240 BVerfGE 39, 1, 73 ff. Sondervotum der RichterInnen Rupp-v. Brünneck und Simon.



chen Verständnis.<sup>241</sup> Zudem ist der Charakter der Grundrechte als individuelle Rechte zu beachten. Der Schutz des Einzelnen und nicht einer objektiven Ordnung ist der Zweck der Grundrechte. Erst eine Subjektivierung bringt dieses Telos ausreichend zur Geltung.<sup>242</sup> Auch die Tatsache, dass die Schutzpflichten aus den Grundrechten selbst abgeleitet werden, spricht für deren Subjektivierung. Denn wenn die Schutzpflichten aus den Grundrechten selbst abgeleitet werden, dann muss ihnen auch der allen Grundrechten eigene Status des subjektiven Rechts zukommen.<sup>243</sup>

Problematisch ist die Anerkennung als subjektives Recht jedoch in Hinblick auf die Gewaltenteilung. Es besteht die Gefahr, dass der Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers zu weit eingeschränkt wird.<sup>244</sup> Um die Anforderungen einer Schutzpflicht zu erfüllen, muss der Gesetzgeber gestalterisch tätig werden. Diese Gestaltung der Sozialordnung ist Aufgabe des vom Volk unmittelbar legitimierten Gesetzgebers. Wenn nun aber eine einklagbare Verpflichtung zum gesetzgeberischen Handeln besteht und dieses Handeln der Überprüfung durch die Judikative unterliegt, dann besteht die Gefahr, dass sich Gerichte zunehmend in die Rolle des Gesetzgebers drängt.<sup>245</sup> So wie auch bei den soeben genannten Bedenken gegen eine Subjektivierung, können den Bedenken in Hinsicht auf die Gewaltenteilung durch Einschränkungen der grundrechtlichen Schutzpflicht begegnet werden. Denn entscheidend für den Gestaltungsspielraum, der dem Gesetzgeber verbleibt, ist, in welchem Umfang die grundrechtlichen Schutzpflichten ein Handeln des Staates erfordern. Wenn die Schutzpflichten nur einen geringen Mindeststandard verlangen, dann verbleibt ein weiter Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers und die Bedenken hinsichtlich der Gewaltenteilung wiegen nicht schwer. Anders verhielte es sich dagegen, wenn die Schutzpflichten einen umfassenden Schutz erfordern würden. Dann verbliebe dem Gesetzgeber kaum Spielraum zur eigenständigen Gestaltung.

---

241 Alexy, Theorie der Grundrechte, S. 414; so auch H. Klein, DVBl. 1994, 489, 493.

242 E. Klein, NJW 1989, 1633, 1637; Alexy, Theorie der Grundrechte, S. 414 f.

243 Unruh, Zur Dogmatik der grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 64; ähnlich Canaris, AcP 184 (1984), 201, 227.

244 BVerfGE 39, 1, 72 f. Sondervotum der RichterInnen Rupp-v. Brünneck und Simon.

245 BVerfGE 39, 1, 72 f. Sondervotum der RichterInnen Rupp-v. Brünneck und Simon; Diese Bedenken teilen auch Wahl/Masig, JZ 1990, 553, 557.

## bb) Umfang

Es besteht Einigkeit, dass die grundrechtlichen Schutzpflichten keinen absoluten Schutz verlangen.<sup>246</sup> Zum einen erscheint es kaum möglich, einen solchen Schutz zu gewährleisten. Der Grundsatz „*ultra posse nemo obligatur*“ gilt auch für die staatliche Gewalt. Zum anderen steht Sicherheit auch immer in einem Spannungsverhältnis zur Freiheit. Der Versuch, totale Sicherheit zu gewährleisten, würde eine sehr weitgehende Beschränkung der Freiheit erfordern. Dies kann mit Blick auf den freiheitssichernden Charakter der Grundrechte nicht Aufgabe der grundrechtlichen Schutzpflichten sein. Bei einem solchen Verständnis würde ihre Funktion in ihr Gegenteil verkehrt.<sup>247</sup>

Damit ist jedoch noch nicht die Frage beantwortet, welchen Mindeststandard an Schutz die grundrechtlichen Schutzpflichten verlangen. Zur Beantwortung dieser Frage wurde in der Literatur das so genannte Untermaßverbot entwickelt. Es war *Claus-Wilhelm Canaris*, der dieses Prinzip als Pendant zum Übermaßverbot entwickelte und damit die Konkretisierung des verfassungsrechtlichen Schutzminimums ermöglichen wollte.<sup>248</sup> Nach seiner Auffassung lässt sich das verfassungsrechtlich gebotene Schutzminimum nicht generell bestimmen, sondern hängt von der Art des betroffenen Rechtsguts und der Möglichkeit zu privatautonomem Selbstschutz ab.<sup>249</sup> *Josef Isensee* versteht darunter eine „effektive Erfüllung der Schutzpflicht“.<sup>250</sup> Auch das Bundesverfassungsgericht hat das Untermaßverbot aufgegriffen. So führt es im zweiten Fristenregelungsurteil aus, dass „der Schutzpflicht nicht dadurch genüge getan ist, dass überhaupt Schutzvorkehrungen irgendeiner Art getroffen worden sind. Ihre Reichweite ist vielmehr im Blick auf die Bedeutung und Schutzbedürftigkeit des zu schützenden Rechtsguts [...] einerseits und mit ihm kollidierender Rechtsgüter andererseits zu bestimmen“.<sup>251</sup> Es führt weiter aus, dass es Aufgabe des Gesetzgebers sei, Art und Umfang des Schutzes zu bestimmen. Die Verfassung gebe nur den Schutz als Ziel vor, nicht die Ausgestaltung im Einzelnen. Aber der Gesetzgeber habe das „*Untermaßverbot*“ zu beachten. Insofern unterliege er der verfassungsgerichtlichen Kontrolle. Notwendig sei ein angemessener und wirksamer Schutz.<sup>252</sup>

---

246 *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 105; *Hermes*, Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, S. 244 f.; *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111 Rn. 144 ff.

247 Vgl. *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 105.

248 *Canaris*, AcP 184 (1984), 201 ff.

249 *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 228.

250 *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 165 f.

251 BVerfGE 88, 203, 254.

252 BVerfGE 88, 203, 254 Hervorhebung im Original.

So wie das Übermaßverbot den Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers „von oben“ einschränkt, schränkt das Untermaßverbot Spielraum des Gesetzgebers „von unten“ ein. Es wird daher auch als „Komplementärbegriff zum Übermaßverbot“ bezeichnet.<sup>253</sup> Bei einem Schutzhandeln, das in die Grundrechte des Störers eingreift, steht der Rechtsstaat von zwei Seiten unter grundrechtlichem Rechtfertigungszwang. Der Eingriff in das Grundrecht des Störers bedarf der Rechtfertigung und damit der Beachtung des Übermaßverbots. Zugleich ist er dem Schutz des betroffenen Rechtsguts und damit der Beachtung des Untermaßverbots verpflichtet.<sup>254</sup> Innerhalb dieser Spanne besteht weiterhin ein gesetzgeberischer Gestaltungsspielraum.

Die Figur des Untermaßverbots ist fundamentaler Kritik ausgesetzt. Der Hauptangriffspunkt besteht darin, dass dem Untermaßverbot die eigenständige Qualität abgesprochen wird.<sup>255</sup> Danach folge aus dem Untermaßverbot nichts, was sich nicht auch aus dem Übermaßverbot ableiten ließe. Es bestehe keine Grenze zwischen Über- und Untermaßverbot, vielmehr fielen beide Grenzen zusammen.<sup>256</sup> Begründet wird dies mit Blick auf die Anwendung des Übermaßverbot in Dreieckskonstellationen, also einer Situation, in der das schützende Handeln in Grundrechte des Störers eingreift. Dieser Eingriff in die Grundrechte des Störers wird durch das Übermaßverbot auf ein zulässiges Höchstmaß begrenzt. Im Rahmen dieser Verhältnismäßigkeitsprüfung seien die widerstreitenden Interessen gegeneinander abzuwägen. Daher stelle das Höchstmaß aus der Sicht des Störers zugleich das Mindestmaß an Schutz aus Sicht des Schutzsuchenden dar. Es bestehe daher keine Spanne zwischen Höchst- und Mindestschutz, sondern ein scho- nender Ausgleich sei nur in einem Punkt möglich.<sup>257</sup>

Indessen hat das Untermaßverbot in jedem Fall eine eigenständige Bedeutung, denn die Elemente von Übermaß- und Untermaßverbot beziehen sich auf verschiedene Norm- ebenen.<sup>258</sup> Beim Übermaßverbot bezieht sich die Prüfung auf den Zweck der Ermächti-

---

253 *Sodan*, NVwZ 2000, 601, 605; *Starck*, JZ 1993, 816, 817.

254 Vgl. *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111, Rn. 165.

255 *Hain*, DVBl. 1993, 982, 983; *ders.*, ZG 1996, 75, 80; zustimmend *Starck*, Praxis der Verfassungsauslegung, S. 88 f.; *Stern*, Staatsrecht III/2, S. 814; *Unruh*, Zur Dogmatik grundrechtlicher Schutzpflichten, S. 87.

256 *Hain*, DVBl. 1993, 982, 983.

257 *Hain*, DVBl. 1993, 982, 983.

258 *Dietlein*, ZG 1995, 131, 136; *Jaekel*, Schutzpflichten im deutschen und europäischem Recht, S. 94; *Ruffert*, Vorrang der Verfassung und Eigenständigkeit des Privatrechts, S. 216; grundsätzlich zustimmend auch *Mörtl*, DÖV 1998, 1029, 1038.

gungsgrundlage, beim Untermaßverbot steht der durch die grundrechtliche Schutzpflicht gesetzte Zweck im Mittelpunkt. Noch weniger überzeugend erscheint die Kritik des Untermaßverbotes, wenn man sich ihre Konsequenzen in Hinblick auf die Gewaltenteilung vor Augen hält. Die Kritiker des Untermaßverbotes nehmen an, dass es keine Spanne zwischen von dem Staat zu gewährenden Höchst- und Mindestschutz gebe. Wenn man jedoch eine solche Spanne negiert, verneint man damit den Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers.<sup>259</sup> Wenn ein schonender Ausgleich zwischen Opfer- und Störerinteressen nur an einem Punkt möglich ist<sup>260</sup>, dann müsste der Gesetzgeber genau diesen speziellen Ausgleich schaffen. Es verbliebe ihm von Verfassungs wegen keine andere Gestaltungsmöglichkeit. Dies kann nicht überzeugen. Es muss dem Gesetzgeber, schon wegen des Gebots der Gewaltenteilung, ein Gestaltungsspielraum verbleiben. Daneben ist auch zu berücksichtigen, dass durchaus Konstellationen denkbar sind, in denen der Staat zu Schutz verpflichtet ist und diesen gewähren kann, ohne in die Grundrechte Dritter einzugreifen, z.B. bei der Sicherung des Existenzminimums durch Sozialleistungen. Spätestens in einer solchen Konstellation bedarf es des Untermaßverbotes, denn das Übermaßverbot findet mangels Grundrechtseingriff keine Anwendung.<sup>261</sup>

Nun gilt es zu klären, wie der verfassungsrechtliche Mindestschutz mit Hilfe des Untermaßverbots konkret zu bestimmen ist. Das Bundesverfassungsgericht verlangt in seinem zweiten Abtreibungsurteil für die Erfüllung der grundrechtlichen Schutzpflicht, dass der Gesetzgeber Schutzvorkehrungen trifft, die für einen angemessenen und wirksamen Schutz ausreichend sind und zudem auf sorgfältigen Tatsachenermittlungen und vertretbaren Einschätzungen beruhen.<sup>262</sup>

In der Literatur wurde versucht, in Anlehnung an die Kriterien des Übermaßverbotes, die Figur des Untermaßverbotes zu konkretisieren.<sup>263</sup> Dabei besteht Einigkeit, dass die in Erfüllung einer grundrechtlichen Schutzpflicht ergangene Maßnahme wirksam sein muss. Hier kann auf das Kriterium der Geeignetheit i.S.d. Übermaßverbotes zurückge-

---

259 *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 83 f.; *Jaekel*, Schutzpflichten im deutschen und europäischem Recht, S. 94; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 300.

260 So ausdrücklich *Hain*, DVBl. 1993, 982, 983.

261 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 299; Dies erkennen auch die Kritiker des Untermaßverbotes an, wenn sie wie *Starck*, Praxis der Verfassungsauslegung, S. 83 zugeben, dass „die Effektivität des Schutzes auf andere Weise festzustellen versucht werden“ müsste.

262 BVerfGE 88, 203, 254.

263 Vgl. *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 301 ff.; *Michael*, JuS 2001, 148, 151 f.; *Möstl*, DÖV 1998, 1029, 1038 f.; *Sodan*, NVwZ 2000, 601, 605.

griffen werden.<sup>264</sup> Daneben wird – in Anlehnung an die Erforderlichkeit beim Übermaßverbot – das Kriterium der Effektivität herangezogen.<sup>265</sup> Effektivere, gleich milde Alternativen verdienen den Vorzug. Dass Effektivitätsgebot sei also verletzt, wenn eine zur Verfügung stehende effektivere Schutzalternative nicht gewählt werde, obwohl sie die Störerinteressen nicht stärker beeinträchtige.<sup>266</sup> Dieses Kriterium ermöglicht daher eine Optimierung des Schutzniveaus bei gleichbleibender Eingriffsintensität beim Störer.<sup>267</sup> Als letztes Kriterium dient die Angemessenheit des Schutzes. Hier ist zu fragen, ob der Schutz des gewählten Mittels hinreicht. Dies setzt voraus, dass die zwangsläufig verbleibenden Schutzdefizite zumutbar sind. An dieser Stelle sind die Störer- und Opferinteressen umfassend gegeneinander abzuwägen.<sup>268</sup>

Diese Auffassung in der Literatur deckt sich weitgehend mit den Anforderungen der Rechtsprechung an das Untermaßverbot. Die Kriterien der Wirksamkeit und Angemessenheit entsprechen den Forderungen nach einem geeigneten und angemessenen Schutz. Die prozedurale Anforderung, dass Schutzvorkehrungen auf „sorgfältigen Tatsachenermittlungen und vertretbaren Einschätzungen beruhen“<sup>269</sup> müssen, spiegelt keine Besonderheit der Schutzpflichtendogmatik wider, sondern ist nur ein seit langem anerkannter Kontrollmaßstab final-programmierter Rechtsetzungstätigkeit.<sup>270</sup> Einer kritischen Überprüfung bedarf nur das von Teilen der Literatur postulierte Erfordernis der Effektivität.

Wenn man mit *Robert Alexy* die Grundrechte als Prinzipien versteht, dann spricht viel für eine Ähnlichkeit von Erforderlichkeit und Effektivität und damit für das Erfordernis der Effektivität. Das Effektivitätserfordernis und die Erforderlichkeitsprüfung sind keine schlichten Wenn-Dann-Schemata, sondern verlangen beide eine von einem Bezugspunkt ausgehende Optimierung des Grundrechtsschutzes. Das Effektivitätserfordernis

264 Vgl. *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 301 ff.; *Michael*, JuS 2001, 148, 151 f.; *Mörtl*, DÖV 1998, 1029, 1038 f.; *Sodan*, NVwZ 2000, 601, 605.

265 *Isensee*, Das Grundrecht als Abwehrrecht und staatliche Schutzpflicht, in: HStR V, § 111 Rn. 165 f.; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 301 ff.; *Michael*, JuS 2001, 148, 151 f.; *Mörtl*, DÖV 1998, 1029, 1038 f.; *Sodan*, NVwZ 2000, 601, 605.

266 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 303; *Michael*, JuS 2001, 148, 151; *Mörtl*, DÖV 1998, 1029, 1038 f.

267 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 303.

268 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 303; *Michael*, JuS 2001, 148, 151; *Mörtl*, DÖV 1998, 1029, 1038 f.

269 BVerfGE 88, 203, 254.

270 *Dietlein*, ZG 1995, 131, 141 nennt als Beispiel die gerichtliche Überprüfung von Bebauungs- und Gebietsentwicklungsplänen; vgl. BVerfGE 76, 107, 121 f.; BVerwGE 34, 293, 301 ff.; VerfGH NW, NWVBl. 1990, 51, 54; 1991, 371, 372; 1993, 170, 171; z.ustimmend *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 302.

räumt dem Gesetzgeber erst die Möglichkeit ein, sich für ein bestimmtes Eingriffsniveau zu entscheiden. Auf diesem Niveau gebietet das Effektivitätserfordernis dann eine Optimierung des Schutzes. Damit verfügt die Effektivitätsprüfung mit dem Eingriffsniveau in gleichem Maße wie die Erforderlichkeitsprüfung beim Übermaßverbot über einen konkreten Bezugspunkt. Die von diesem Bezugspunkt ausgehende Optimierung des Schutzes findet seine Rechtfertigung im Prinzipiencharakter der Grundrechte. Dieser gebietet, die Geltungskraft der Grundrechte zu optimieren und verlangt damit auch eine Optimierung des Schutzniveaus der grundrechtlichen Schutzpflichten.

Das Kriterium der Effektivität ist für den Bereich der Legislative dennoch abzulehnen. Denn Unter- und Übermaßverbot weisen eine unterschiedliche Struktur auf.<sup>271</sup> Das Übermaßverbot bezieht sich auf das dem Gesetzgeber untersagte (übermäßige) Handeln und hat seinen Bezugspunkt im Konditionalprogramm des grundrechtlichen Abwehrrechts. Die Rechtsfolge, Unterlassen des Eingriffs, wird bei der Abwehrfunktion schon mit dem Vorliegen des Tatbestandes vorgegeben. Das Übermaßverbot ist daher konditional-programmiert, d.h. im Sinne eines „Wenn-Dann“. Das Untermaßverbot dagegen hat seinen Bezugspunkt in einem final-programmierten Gesetzgebungsauftrag und teilt diese Struktur. Der Gesetzgeber ist zu einem Erfolg, einem bestimmten Schutzniveau, verpflichtet. Das „Wie“ des Schutzes, die Wahl des Mittels, lässt sich dagegen der Grundrechtsnorm nicht entnehmen und ist dem Gesetzgeber somit nicht vorgegeben. Es wird der Legislative damit ein verfassungsrechtlich nicht überprüfbarer Gestaltungsspielraum über das „Wie“ der Gewährung normativen Schutzes eingeräumt. Das Effektivitätserfordernis zwingt den Gesetzgeber letztlich jedoch zu der Wahl eines bestimmten Schutzmittels und ist daher mit diesem Gestaltungsspielraum nicht vereinbar.<sup>272</sup>

Das Effektivitätserfordernis hat daher zu Recht in der Wissenschaft keine große Zustimmung erfahren.<sup>273</sup> Auch die Rechtsprechung praktiziert weiterhin eine Evidenzkontrolle, nach der eine Verletzung der grundrechtlichen Schutzpflicht vorliegt, wenn der Gesetzgeber Schutzvorkehrungen entweder überhaupt nicht getroffen hat oder die getroffenen Regelungen und Maßnahmen gänzlich ungeeignet sind, das gebotene Schutzziel zu

---

271 Dietlein, ZG 1995, 131, 139 f.; ders., Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 112.

272 Dietlein, ZG 1995, 131, 139 f.; vgl. auch Canaris, JuS 1989, 161, 163.

273 Vgl. Dietlein, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. III,

erreichen, oder erheblich dahinter zurückbleiben.<sup>274</sup> Mit Blick auf den Gestaltungsspielraum, der letztlich auch Ausdruck der Gewaltenteilung ist, ist das Erfordernis der Effektivität abzulehnen. Es wird daher im Folgenden das Untermaßverbot in der – wenig konturierten – Form Anwendung finden, dass es einen wirksamen und angemessenen Schutz verlangt. Es verbleibt dem Gesetzgeber daher ein weiter Gestaltungsspielraum, so dass auch die Gewaltenteilung mangels Gefährdung der Anerkennung von grundrechtlichen Schutzpflichten als subjektive Rechte nicht entgegensteht.

### **cc) Subjektive Rechte beim verwaltungsbehördlichen Vollzug**

Nachdem zuvor der Umfang und der Anspruchscharakter der grundrechtlichen Schutzpflichten dargelegt wurde, gilt es nun festzustellen, ob den Bürgern auch subjektive Rechte beim verwaltungsbehördlichen Vollzug der Gesetze, die die grundrechtliche Schutzpflicht konkretisieren, zukommen.

Nach *Wolf-Rüdiger Schenke* und *Josef Ruthig* muss das die Schutzpflichten konkretisierende einfache Recht i.d.R. dem Bürger subjektive Rechte vermitteln. Der Gesetzgeber könne nur aus gewichtigen und am Verhältnismäßigkeitsgrundsatz zu messenden Gründen die Subjektivierung dieser Bestimmungen ausschließen.<sup>275</sup> Im Bereich des grundrechtlichen Mindestschutzes müsse daher einer objektiv-rechtlichen Schutzverpflichtung immer eine Subjektivierung der sie konkretisierenden einfachgesetzlichen Regelungen korrespondieren.<sup>276</sup> Dabei stützen sie sich hauptsächlich auf ein Argument: Wenn man die Subjektivierung des die Schutzpflicht konkretisierenden einfachen Rechts verneint, dann ergäbe sich die Subjektivierung unmittelbar aus dem Grundrecht selbst.

Es ist aber die grundrechtliche Schutzpflicht von der Konkretisierung durch einfaches Recht streng zu trennen. Es besteht eine grundrechtliche Schutzpflicht und damit besteht ein subjektives Recht auf Schutz. Aber es besteht kein subjektives Recht auf Schutz durch subjektiv ausgestaltetes Recht. Es lässt sich demokratierechtlich nicht begründen, warum es dem Gesetzgeber verwehrt sein soll, bestimmte Personen objektiv-rechtlich

274 BVerfGE 92, 26, 46; BVerfG, NJW 1988, 1651, 1653; BGHZ 162, 49, 65.

275 *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2324, 2327; vgl. auch *Schenke*, FS Lorenz, S. 495 ff.

276 *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2324, 2327; ähnlich auch *Callies*, NVwZ 2006, 1, 5 f.; *Cremer*, JuS 2001, 643, 649; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im europäischen Binnenmarkt, S. 94 f.

zu begünstigen, ohne ihnen zugleich subjektive Rechte zu gewähren.<sup>277</sup> Vielmehr kommt dem Gesetzgeber bei der Frage, wie er einen ausreichenden Schutz gewähren und damit die grundrechtliche Schutzpflicht erfüllen möchte, ein sehr weiter Gestaltungs- und Konkretisierungsspielraum zu.<sup>278</sup> Denn anders als bei der Abwehrfunktion der Grundrechte lässt sich das „Wie“ des Schutzes, die Wahl des Mittels, der Grundrechtsnorm nicht entnehmen und ist dem Gesetzgeber somit nicht verfassungsrechtlich zwingend vorgegeben, so dass sich ein diesbezüglicher Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers eröffnet.<sup>279</sup>

Die Auffassung von *Schenke* und *Ruthig* schränkt den Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers zu weit ein. Wenn der Gesetzgeber durch objektives Recht ein ausreichendes Schutzniveau gewährleistet, dann hat er insoweit der Verpflichtung aus der Schutzpflicht genüge getan.<sup>280</sup> Ein weitergehender Anspruch aus der grundrechtlichen Schutzpflicht besteht nicht mehr. Mit dieser Position wird der Rechtsschutz des Anlegers auch nicht unverhältnismäßig beschnitten und der Anleger damit gar zum „Objekt“<sup>281</sup> staatlichen Handelns. Denn entweder bietet der Staat einen ausreichenden Schutz für den Anleger und kommt somit seiner grundrechtlichen Schutzpflicht nach. Dann ist der Anleger nicht schutzwürdig. Oder der Staat bietet keinen ausreichenden Schutz. Dann kommt er seiner grundrechtlichen Schutzpflicht nicht nach und diese besteht weiterhin. In diesem Fall hat der Anleger dann einen Anspruch auf Schutz unmittelbar aus Art. 14 Abs. 1 GG. Diesen Anspruch kann er auch gerichtlich geltend machen, denn aus Art. 14 Abs. 1 GG ergibt sich dann auch die Klagebefugnis.

---

277 Vgl. zu den versicherungsaufsichtsrechtlichen Pflichten *Schmidt-Preuß*, Kollidierende Privatinteressen im Verwaltungsrecht, S. 364. Dies erkennt auch *Schenke*, FS Lorenz, S. 496 an; explizit zur Finanzdienstleistungsaufsicht *Binder*, WM 2005, 1781, 1787.

278 BVerfGE 39, 1, 44; 46, 160, 164; 56, 54, 80 f.; *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 227; *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 112; *Hermes*, Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, S. 261; *Jarass*, AöR 110 (1985), 363, 383 f.; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 263.

279 Vgl. oben 2. Teil C. I. 2. b) bb).

280 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 241 ff.; so auch BGHZ 162, 49, 65; zur Trennung Schutzpflicht von Konkretisierung durch einfaches Gesetzesrecht vgl. auch *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 82 ff.; *Dietlein*, Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, S. 109 ff.

281 So *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2324, 2327.



Ein grundrechtlicher Anspruch auf subjektive Rechte beim Vollzug der aufsichtsrechtlichen Normen kann daher nur bestehen, wenn mit der gegenwärtigen, keine subjektiven Rechte gewährenden Konkretisierung der grundrechtlichen Schutzpflicht durch die kapitalmarktrechtlichen Regelungen kein ausreichendes Schutzniveau gewährleistet würde.

### **3. Gegenwärtiges Schutzniveau**

Eine Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG dahingehend, dass die aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts Drittschutz vermitteln müssen, kann nur bestehen, wenn die derzeitigen Regelungen im Bereich des Kapitalmarkts keinen ausreichenden, also wirksamen und angemessenen, Schutz des Anlegers gewährleisten. Im Folgenden werden daher die kapitalmarktrechtlichen Regelungen darauf untersucht, ob sie dem durch das Untermaßverbot vorgegebenen Schutzanspruch genügen. Zu diesem Zwecke werden sie erst einer kritischen Bestandsaufnahme unterzogen, um anschließend unter Anwendung der oben dargelegten Kriterien die Ausgangsfrage zu beantworten. Bei der nachfolgenden Untersuchung ist zu beachten, dass sie nicht den Anspruch einer vollständigen Darstellung des Kapitalmarktrechts erhebt. Vielmehr steht der Schutz des Anlegers im Mittelpunkt.

#### **a) Insiderhandelsverbot**

In den §§ 12 ff. WpHG wird die Insiderüberwachung geregelt. Diese Regelung gilt für beide Marktsegmente, d.h. für den regulierten Markt und für den Freiverkehr/Open Market. Im Mittelpunkt des Insiderrechts steht das Verbot von Insidergeschäften nach § 14 Abs. 1 WpHG.

Der Tatbestand des Insiderhandelsverbots knüpft an die Begriffe „Insiderpapier“ und „Insiderinformation“ an. Der Begriff des Insiderpapiers ist in § 12 WpHG umfassend gesetzlich geregelt. Nach § 12 S. 1 Nr. 1 WpHG sind alle Wertpapiere, die Gegenstand dieser Untersuchung sind<sup>282</sup>, Insiderpapiere. Der Begriff der Insiderinformation wird in § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG definiert als „eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu

---

282 Vgl. 1. Teil A. IV.

beeinflussen“. Der Begriff reicht damit weiter als der früher verwandte Begriff der „Insidertatsache“. Indem er auf Umstände abstellt, erfasst er über reine Tatsachen hinaus potentiell auch überprüfbare Werturteile und Prognosen.<sup>283</sup> Auch wenn zum Teil bestritten wird, dass sich der Tatbestand durch den neuen Begriff erheblich erweitert habe,<sup>284</sup> so bleibt doch festzuhalten, dass mit dem Begriff der Insiderinformation alle Informationen mit Ausnahme von bloßen Gerüchten potentiell eine Insiderinformation darstellen können.<sup>285</sup> Auch die Kriterien der Emittenten- bzw. Insiderpapierbezogenheit und der fehlenden öffentlichen Bekanntgabe erscheinen im Hinblick auf den Anleger-schutz unproblematisch. Sie schränken den Begriff der Insiderinformation nicht unverhältnismäßig stark ein. So liegt ein Bezug auf den Emittenten vor, wenn die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage, der allgemeine Geschäftsverlauf oder die personelle oder organisatorische Struktur des Emittenten betroffen ist.<sup>286</sup> Ein Bezug zum Insiderpapier ist gegeben, wenn der Handel damit betroffen ist.<sup>287</sup> Und ein Umstand ist öffentlich bekannt, wenn eine unbestimmte Anzahl von Personen davon Kenntnis nehmen kann. Dabei genügt die Herstellung einer sog. Bereichsöffentlichkeit, d.h. eine Veröffentlichung in der Art, dass eine unbestimmte Anzahl (professioneller) Marktteilnehmer von der Information Kenntnis nehmen kann.<sup>288</sup> Problematischer erscheint dagegen die Voraussetzung, dass die Information geeignet sein muss, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Positiv für den Anleger ist, dass die Eignung zur Kursveränderung genügt und diese Eignung in § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG legal definiert ist. Fraglich ist jedoch wann eine Kursveränderung erheblich ist. Der Gesetzgeber hat davon abgesehen eine starre Grenze einzuführen. Diese Ungenauigkeit könnte sich zu Lasten des Anlegers auswirken. Doch das Kriterium der Kursrelevanz verfolgt den Zweck, Bagatellfälle aus dem Insiderhandelsverbot auszuschließen.<sup>289</sup> Eine solche Möglichkeit des Ausschlusses erscheint angesichts des weiten Informationsbegriffes und des Fehlens anderweitiger Eingrenzungsmerkmale notwendig. Bei einer diesen Zweck beachtenden Auslegung des Kriteriums der Kursrelevanz scheinen die Anlegerinteressen ausreichend gewahrt.

283 RegBegr., BT-Drucks. 15/3174, S. 33; vgl. auch *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 120.

284 *Koch*, DB 2005, 267, 268.

285 *Assmann*, in: *Assmann/ U.H. Schneider*, WpHG, § 13 Rn. 1 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 117 ff.; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 930 f.

286 *Schwark*, in: *Schwark*, KMRK, § 13 WpHG Rn. 41.

287 *Schwark*, in: *Schwark*, KMRK, § 13 WpHG Rn. 41.

288 BT-Drucks. 12/6679, S. 46.

289 Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679.

§ 14 Abs. 1 WpHG verbietet verschiedene Handlungen. So ist es verboten, unter Verwendung von Insiderinformationen Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Dabei ist zu beachten, dass § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG statt auf die bisherige „Ausnutzung“ der Insiderinformation auf die „Verwendung“ abstellt. Dadurch entfällt diese subjektive Komponente vollständig und erleichtert die Beweisführung und somit die Strafverfolgung von Insidergeschäften.<sup>290</sup> Zudem ist es verboten, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, und einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 u. 3 WpHG). Eine befugte Weitergabe von Insiderinformationen ist damit erlaubt. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass unternehmerische Erfordernisse es gebieten können, Insiderinformationen weiterzugeben.<sup>291</sup> Dadurch entsteht jedoch keine Schutzlücke für den Anleger, denn derjenige, an den die Information weitergegeben wird, unterliegt als Insider nun auch den Regeln der §§ 12 ff. WpHG.

Es kann damit als Zwischenergebnis festgehalten werden, dass der Tatbestand des Insiderhandelsverbots sehr weit ist. Das Insiderrecht des WpHG ist damit tatbestandlich in der Lage, einen umfassenden Schutz der Anleger vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen zu gewährleisten. Dieser Schutz ist durch die tatbestandliche Ausweitung des WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz noch verstärkt worden. Aber Voraussetzung eines wirksamen Schutzes durch ein Verbot ist es, dass ein Verstoß gegen ein solches Verbot sanktioniert wird. Ohne ausreichende Sanktion wird es keine Wirksamkeit entfalten können.

Fraglich, und für den Anleger besonders interessant, ist die Frage nach zivilrechtlichen Sanktionen, also nach zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen. Ein Anspruch auf Schadensersatz könnte sich wegen einer schuldhaften Verletzung einer vorvertraglichen Aufklärungspflicht aus §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 BGB (*culpa in contrahendo*) ergeben. Dies setzt jedoch voraus, dass es zwischen Insider und Anleger zu Vertragsverhandlungen gekommen ist. Aufgrund der Art der Abwicklung von Wertpapiergeschäften erscheint dies sehr zweifelhaft. Doch selbst wenn man dies annehmen würde, müsste der

---

290 Bergmann/Drees, *StraFo* 2005, 364, 368; Holzborn/Israel, *WM* 2004, 1948, 1951.

291 Buck-Heeb, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 155.

Insider pflichtwidrig gehandelt haben, indem er es unterließ, den Geschäftspartner über sein Insiderwissen aufzuklären. Es müsste also eine Aufklärungspflicht bestanden haben. Eine solche Aufklärungspflicht setzt voraus, dass der Anleger nach Treu und Glauben und unter Berücksichtigung der Verkehrssitte redlicherweise eine Aufklärung erwarten durfte.<sup>292</sup> Bei einer Aufklärung über die Insiderinformation würde sich der Insider jedoch in vielen Fällen gem. § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG strafbar machen. Dies kann nicht von ihm erwartet werden.<sup>293</sup> Ein Anspruch aus §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 BGB scheidet damit aus.

Daneben kommt ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB in Betracht. Dies setzt voraus, dass § 14 WpHG ein Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB darstellt. Ein Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB ist jede Rechtsnorm, die dem Schutz der Interessen anderer dient.<sup>294</sup> Dies ist der Fall, wenn die Norm auch dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist.<sup>295</sup> Entscheidend ist daher das Schutzzut der Insiderregelungen. Man könnte annehmen, dass mit dem Insiderhandelsverbot der Schutz des individuellen Anlegers bezweckt wird. Dagegen spricht jedoch, dass es aufgrund des regelmäßig fehlenden Schadens<sup>296</sup> fern liegt, dass der Gesetzgeber dem § 14 WpHG eine Schadensersatzpflicht auslösenden Schutzpflichtencharakter beimessen wollte.<sup>297</sup> Zudem ergibt sich aus den Vorarbeiten zum WpHG und der Gesetzesbegründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz, dass der Gesetzgeber in erster Linie die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte schützen wollte.<sup>298</sup> Soweit er auch Anlegerschutz bezweckt, ist damit der Schutz der Gesamtheit der Anleger gemeint, deren Vertrauen Voraussetzung für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt ist.<sup>299</sup> § 14 WpHG dient damit nicht dem Schutz des individuellen Anlegers und stellt kein Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB dar.

Ein Anspruch auf Schadensersatz könnte sich des weiteren aus § 826 BGB ergeben. Voraussetzung ist eine vorsätzliche sittenwidrige Schädigung des Anlegers. Problematisch erscheint hier schon das Kriterium der Sittenwidrigkeit. Zwar ist der Insiderhandel

---

292 BGH, NJW 1989, 1793, 1794.

293 Kaiser, WM 1997, 1557, 1559.

294 Brox/Walker, Besonderes Schuldrecht, § 41 Rn. 66; Staudinger, in: Dörner u.a., BGB, § 823 Rn. 146.

295 St. Rspr.; vgl. BGHZ 12, 146; 116, 13; BGH, NJW 2004, 356, 357.

296 Vgl. unten in diesem Abschnitt.

297 Assmann, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, § 14 Rn. 210.

298 Begr. RegE des 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33; Finanzausschuss, BT-Drucks. 12/7918; Begr. RegE. AnSVG, BT-Drucks. 15/147, S. 26.

299 Vgl. oben 1. Teil B. II.

verboten. Doch dies genügt noch nicht für das Verdikt der Sittenwidrigkeit. Selbst wenn man annehmen wollte, dass in den beteiligten Verkehrskreisen eine so weit erhöhte sittliche Missbilligung des Insiderhandels vorherrsche, dass die Annahme der Sittenwidrigkeit gerechtfertigt erscheine,<sup>300</sup> stünde der Anspruch aus § 826 BGB vor großen Problemen. Zum einen dürfte die Ermittlung des geschädigten Anlegers schwierig sein. Zum anderen richtet sich der Inhalt des Ersatzanspruches nach den §§ 249 ff. BGB, so dass der Anleger so zu stellen ist, wie er stünde, wenn das schädigende Ereignis nicht eingetreten wäre, also der Insider nicht am Handel teilgenommen hätte. Der Anleger muss daher seinen Schaden und einen Kausalzusammenhang zwischen dem Handeln des Insiders und dem Schaden beweisen. Dies wird ihm i.d.R. kaum gelingen.<sup>301</sup> Zu guter Letzt könnte sich eine Haftung noch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 404 AktG oder i.V.m. § 17 UWG oder i.V.m. § 204 StGB ergeben. Doch diese stellen allesamt Schutzgesetze zugunsten der Unternehmen, nicht zugunsten des Anlegers dar.<sup>302</sup> Die zivilrechtliche Sanktionierung von Insiderhandel stellt sich damit insgesamt als unzureichend dar.

Ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 WpHG wird zudem gem. §§ 38, 39 Abs. 2 Nr. 3 u. 4 WpHG als Straftat oder Ordnungswidrigkeit verfolgt. Daneben ist ein Berufsverbot nach § 70 StGB und eine Anordnung des Verfalls von Vermögensvorteilen nach § 73 StGB möglich.<sup>303</sup> Auch eine Strafbarkeit wegen Anstiftung und Beihilfe kommt in Betracht. So z.B. wenn jemand einem anderen unbefugt eine Insiderinformation mitteilt und dieser dann auf der Grundlage dieser Mitteilung ein Insidergeschäft vornimmt. Dann begeht Ersterer eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG, aber es kommt daneben noch eine Beihilfe oder Anstiftung zu der Straftat (§ 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) des Anderen in Betracht.<sup>304</sup> Auch der Versuch ist strafbar (§ 38 Abs. 3 WpHG). Mit einer Höchststrafe von bis zu fünf Jahren bestehen damit gravierende strafrechtliche Sanktionen. Dies gilt insbesondere für die in § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG aufgezählten sog. Primärinsider.

Es ist dabei für den Schutz durch die strafrechtlichen Sanktionen entscheidend, inwiefern diese Sanktionen in der Praxis durchgesetzt werden. Nur bei einer tatsächlichen

300 So *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1560.

301 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 173.

302 *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1561 f. m.w.N.

303 *Assmann*, in *Assmann/ U.H. Schneider*, WpHG, § 14 Rn. 199 f.

304 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 169.

Durchsetzbarkeit und Durchsetzung in der Praxis können die strafrechtlichen Normen ihre spezial- und generalpräventive Wirkung entfalten. Zur Erleichterung der Überwachung von Insidergeschäften wurde die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen (§ 15b WpHG) und eine Anzeigepflicht Privater bei Verdachtsfällen (§ 10 Abs. 1 WpHG) eingeführt. Zur Konkretisierung dieser Pflichten ist die „Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung“ (WpAIV)<sup>305</sup> ergangen.

Nach § 15b Abs. 1 S. 1 WpHG sind alle Emittenten von Finanzinstrumenten und deren Berater zur Führung von Insiderverzeichnissen verpflichtet. In diese Verzeichnisse sind die Personen aufzunehmen, die für den zur Führung des Verzeichnisses Verpflichteten „tätig sind“ und „bestimmungsgemäß Zugang“ zu Insiderinformationen haben. Darunter fallen grundsätzlich die in § 38 Abs. 1 WpHG genannten Primärinsider<sup>306</sup>, aber der Kreis der aufzunehmenden Personen dürfte darüber hinaus gehen.<sup>307</sup> Dieses Verzeichnis ist regelmäßig zu aktualisieren (§ 15 WpAIV). Ein Verstoß gegen diese Pflicht wird gem. § 39 Abs. 2 Nr. 8, 9 WpHG als eine Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße von bis zu 50.000 € geahndet. Daneben verpflichtet § 10 Abs. 1 WpHG Wertpapierdienstleistungsunternehmen, andere Kreditinstitute und Betreiber von außerbörslichen Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, bei Feststellung von Tatsachen, die den Verdacht eines Verstoßes gegen § 14 Abs. 1 WpHG begründen, diese Geschäfte unverzüglich der BaFin mitzuteilen. Zudem sind die Anzeigepflichtigen gem. § 10 Abs. 1 S. 2 WpHG zur Verschwiegenheit verpflichtet. Ein Verstoß gegen dieses Verschwiegenheitsgebot kann gem. § 39 Abs. 2 Nr. 1, Abs. 4 WpHG mit einer Geldbuße von bis zu 50.000 € geahndet werden.

Es bestanden vor der Einführung dieser Pflichten Zweifel an der tatsächlichen Durchsetzbarkeit des Insiderstrafrechts in der Praxis.<sup>308</sup> So ergingen in den Jahren 1995 bis 2002 insgesamt nur 16 Verurteilungen im Strafbefehlsverfahren und nur drei Verurteilungen nach erfolgter Hauptverhandlung.<sup>309</sup> Dabei bestehen unterschiedliche Gründe für die Probleme bei der Strafverfolgung. Zunächst bestehen für die BaFin Ermittlungspro-

---

305 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13. Dezember 2004, BGBl. I 2004, S. 3376.

306 Vgl. RegBegr., BT-Drucks. 15/3174, S. 36.

307 Claussen/Florian, AG 2005, 745, 763.

308 Vgl. Bergmann/Drees, StraFo 2005, 364, 369 f.

309 Jahresbericht BAW 2001, S. 57; Jahresbericht BaFin 2002 Teil B, S. 74.

bleme, wenn die potenziellen Insider Zwischenhändler (z.B. Freund, Kollege etc.) einschalten.<sup>310</sup> Dieses Problem könnte jedoch durch die oben dargestellten Neuerungen eine Verbesserung erfahren haben. Einer solchen Verbesserung wird jedoch mit dem Argument widersprochen, dass sich der Insider wohl kaum einer Person bedienen wird, die in seinem Insiderverzeichnis aufgeführt ist.<sup>311</sup> Die Zahlen scheinen jedoch eine andere Sprache zu sprechen. So kam es in dem Zeitraum von 2003 bis einschließlich des dritten Quartals 2006 zu 15 Verurteilungen im Strafbefehlsverfahren und 17 Verurteilungen nach erfolgter Hauptverhandlung.<sup>312</sup> Die Zahl der Verurteilungen hat nach den Gesetzesänderungen signifikant zugenommen. Dennoch verbleibt sie in ihren absoluten Zahlen auf einem relativ niedrigen Niveau. Grund hierfür könnte zum einen die Zersplitterung der Ermittlungsverfahren sein. So sind im Falle einer Abgabe der Untersuchung an die Staatsanwaltschaft i.d.R. eine Vielzahl von Personen betroffen, so dass die Tatorte und Wohnsitze und damit die örtlichen Zuständigkeiten der Staatsanwaltschaft weit verteilt sind.<sup>313</sup> Dies führt zu einem mangelnden Austausch an Ergebnissen und Informationen und zu einer Vernachlässigung möglicher Verbindungen der Verdächtigen.<sup>314</sup> Zudem bestehen Zweifel an der Wirksamkeit der Anzeigepflicht nach § 10 Abs. 1 WpHG. So besteht die nahe liegende Gefahr, dass eine anzeigepflichtige Person die Anzeige unterlässt, weil sie eine mögliche Strafbarkeit wegen Beihilfe zur Insidertat fürchtet. Denn für den, der Kenntnis von einem Insidergeschäft erlangt und dennoch diese Transaktion ausführt, besteht eine mögliche Strafbarkeit wegen Beihilfe zu Insiderstraftat.<sup>315</sup>

Letztlich stellt sich die Frage nach der Wirksamkeit eines Insiderhandelsverbots. So ist in einigen Ländern Insiderhandel nicht verboten bzw. wird ein solches Verbot nicht durchgesetzt, z.B. Japan und Hong Kong.<sup>316</sup> Die Berechtigung eines solchen Verbots ist in der Literatur international sehr umstritten: Einige halten Insiderhandel für unfair und wollen ihn deshalb verbieten.<sup>317</sup> Andere fürchten, dass Insiderhandel das Vertrauen in die Kapitalmärkte untergräbt.<sup>318</sup> Wiederum andere fürchten um die Liquidität des Kapital-

310 *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 369.

311 *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 369.

312 Jahresbericht BaFin 2005, S. 158; Jahresbericht BaFin 2006, S. 166.

313 *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 370.

314 *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 370 unter Berufung auf den Jahresbericht BAW 2001, S. 20.

315 *Bergmann/Drees*, StraFo 2005, 364, 369; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2003, 703.

316 *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 145; *Macey*, Insider trading – economics, politics, and policy, S. 44.

317 Vgl. *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 148 f.

318 Vgl. *Macey*, Insider trading – economics, politics, and policy, S. 41 ff.

markts. Der Großteil dieser Diskussion kann hier im Hintergrund bleiben. Es ist für die Frage nach der Erfüllung der Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG entscheidend, ob die Anleger des Schutzes durch das Insiderhandelsverbot wirklich bedürfen. Oder anders gewendet: Ob Insiderhandel die Anleger tatsächlich schädigt. Denn wenn Insiderhandel die Anleger nicht oder kaum schädigt, dann kann die mangelhafte Durchsetzung des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots und die fehlende zivilrechtliche Sanktionierung auch kein schlagkräftiges Argument gegen die Erfüllung der grundrechtlichen Schutzpflicht sein. Es ist daher das Schädigungspotential von Insiderhandel für die Anleger entscheidend. Zur Beantwortung dieser Frage sind drei mögliche Szenarien zu unterscheiden.

Im ersten Szenario handelt der Anleger Wertpapiere mit dem Insider vor der Veröffentlichung der Insiderinformation. Nehmen wir beispielsweise an, Anleger A verkauft Wertpapiere an den Insider B vor der Veröffentlichung einer Insiderinformation. Nach der Veröffentlichung der Information steigt der Marktpreis des Wertpapiers. Nun könnte man annehmen, dass der Schaden, den A durch den Insiderhandel erlitten hat, in der Differenz der Marktpreise besteht. Denn hätte er später verkauft, dann hätte er den höheren Preis realisiert. Diese Annahme geht jedoch fehl. Sie identifiziert nicht genau die Ursache für den nicht realisierten Gewinn. Ursächlich für den (vorzeitigen) Verkauf der Wertpapiere ist nicht das Handeln des Insiders, sondern die Nichtveröffentlichung der Information. Auch ohne das Handeln des Insiders hätte A verkauft. Es ist vielmehr reiner Zufall, dass auf der anderen Seite ein Insider steht.<sup>319</sup> Ursache für den Schaden, also die unterlassene Realisierung eines zusätzlichen Gewinns, ist daher die Unterlassung der Veröffentlichung der Insiderinformation, nicht das Insiderhandeln.<sup>320</sup> In diesem Szenario kann Insiderhandel somit keinen Schaden für den Anleger verursachen.

Im zweiten Szenario handelt der Anleger Wertpapiere nach dem Handel des Insiders, aber vor der Veröffentlichung der Insiderinformation. Zur Verdeutlichung mag folgendes Beispiel dienen: Der Anleger A verkauft Wertpapiere, nachdem der Insider B die gleichen Wertpapiere verkauft hat, weil er über Informationen verfügt, die ein Sinken des Marktpreises herbeiführen werden. Diese Information ist jedoch noch nicht

---

319 Zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften, vgl. Schwark, KMRK, § 25 BörsG Rn. 30 ff.

320 *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 150 ff.; *Langevoort*, Insider trading: regulation, enforcement, and preventing, § 1 S. 10 f.; *Macey*, Insider trading – economics, politics, and policy, S. 24 ff.



öffentlich zugänglich. Nun könnte dem Anleger A dadurch ein Schaden entstanden sein, dass aufgrund des vorherigen Verkaufs des gleichen Wertpapiers durch den Insider B der Marktpreis für dieses Wertpapier gesunken ist und er daher zu einem Marktpreis verkauft, der geringer ist als er es ohne das Handeln des Insiders gewesen wäre.

Dies setzt jedoch voraus, dass Insiderhandel überhaupt einen solchen Effekt auf den Marktpreis haben kann. Um diese Frage zu beantworten ist ein kurzer Blick auf die theoretischen Grundlagen des Kapitalmarkts notwendig. Nach der Efficient Capital Market Hypothesis<sup>321</sup> reflektieren die gegenwärtigen Preise immer und vollständig alle relevanten Informationen bzgl. des gehandelten Titels. Also sind in einem „efficient market“ Titel niemals über- oder unterbewertet. Natürlich bestehen in der Wirklichkeit keine solchen Verhältnisse. Doch es wird angenommen, dass die Kapitalmärkte diesem Ideal nahe kommen. Nach der strengen Form dieser Theorie enthält der Marktpreis alle Informationen, unabhängig davon, ob diese öffentlich zugänglich sind oder nicht.<sup>322</sup> Wenn dies zutreffend wäre, dann wäre Insiderhandel nicht lukrativ bzw. unmöglich.<sup>323</sup> Diese Theorie kann jedoch nicht überzeugen. Der Kapitalmarkt ist kein übernatürliches, allwissendes Wesen, sondern die Summe aller Anleger. Es erscheint unter Logikgesichtspunkten äußerst fragwürdig, dass der Kapitalmarkt eine Information verwerten soll, die er nicht kennt. Zudem sind Insider regelmäßig in der Lage, überdurchschnittliche Gewinne mit der Verwertung von Insiderinformationen zu erzielen.<sup>324</sup> Überzeugend ist dagegen die abgeschwächte Form der Efficient Capital Market Hypothesis. Nach dieser enthält der gegenwärtige Marktpreis alle öffentlich zugänglichen Informationen. Der Marktpreis wird sich daher nur ändern, wenn eine Information neu ist.<sup>325</sup> Dagegen wird sich der Marktpreis nicht ändern, wenn die Information schon bekannt ist oder antizipiert wurde. Es spricht daher vieles dafür, dass Insiderhandel prinzipiell den Marktpreis beeinflussen können.

Ein solcher Einfluss könnte auf zwei Wegen durch den Insiderhandel verursacht werden. Zum einen könnte sich der Handel des Insiders (also der Kauf oder Verkauf von

---

321 Vgl. dazu *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, S. 88 f.; *Schröder*, Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte, S. 91 ff. m.w.N.

322 Vgl. *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 133.

323 *Ross/Westerfield/Jaffe*, Corporate Finance, S. 341.

324 *Finnerty*, 31 J. Fin. (1976), S. 1141; *Jaffe*, 47 J. Bus. (1974), S. 410; *Schröder*, Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte, S. 98; *Seyhun*, 16 J. Fin. Ec. (1986), S. 189.

325 *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 133; *Fama*, J. Fin. 46 (1991), 1575, 1575; *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. (1984), S. 349, 569.

Wertpapieren) direkt auf den Marktpreis auswirken. Nach der Preistheorie bestimmt sich der Preis nach Angebot und Nachfrage. Nehmen wir nun einmal an, dass der Insider Wertpapiere kauft. Dann bleibt das Angebot an diesen Wertpapieren stabil, es steigt jedoch die Nachfrage und damit der Marktpreis. Dies legt nahe, dass Insiderhandel direkten Einfluss auf den Marktpreis haben können. Fraglich ist jedoch, wie stark dieser Einfluss sein kann. Denn teilweise befinden sich Aktien in erheblichem Umfang auf dem Markt, so dass die Nachfrage durch Insider äußerst umfangreich sein müsste, um eine Kursveränderung auszulösen. Zudem ist zu beachten, dass für einen Anleger ein Wertpapier nur eine bestimmte Kombination von erwartetem Gewinn und Risiko darstellt. Der korrekte Maßstab für das Angebot ist daher nicht einfach die Summe der verfügbaren Titel dieses speziellen Wertpapiers, sondern die weit größere Anzahl an Wertpapieren mit einer vergleichbaren Risiko-Gewinn-Kombination.<sup>326</sup> Es spricht daher viel dafür, dass bei diesem großen Angebot die relativ kleine Nachfrage durch Insidergeschäfte nur einen geringen direkten Einfluss auf den Marktpreis haben kann.

Zum Zweiten könnte Insiderhandel den Marktpreis mittelbar beeinflussen. Wie oben dargelegt beeinflusst der eigentliche Insiderhandel den Marktpreis kaum. Ein Einfluss kann nun durch nachfolgende Transaktionen entstehen. Dies geschieht, indem einige, bisher uninformierte Händler Kenntnis von dem Insiderhandel erlangen und nun selbst dem Insider nacheifern. Dann reagiert der Markt und der Marktpreis verändert sich.<sup>327</sup> Das Bekanntwerden des Handels des Insiders selbst, nicht die Insiderinformation, stellt dann eine Information dar, die neu ist und den Marktpreis beeinflussen kann. Es ist jedoch zu beachten, dass dieser Effekt nur langsam und sporadisch auftritt.<sup>328</sup> Es ist damit als Zwischenergebnis festzuhalten, dass Insiderhandel den Marktpreis beeinflussen kann.

Nun sieht ein weiterer Ansatz eine Schädigung des Anlegers durch Insiderhandel darin, dass der Anleger durch diese durch den Insiderhandel verursachte Preisveränderung zu einer für ihn nachteiligen Transaktion stimuliert werde.<sup>329</sup> Dieser Ansatz ist jedoch wenig überzeugend, denn zum einen geschehen viele Transaktionen nicht wegen des Preises, sondern aus anderen Gründen (z.B. fehlende Liquidität). Zum anderen lässt sich

---

326 *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 135; *Wang/Steinberg*, Insider Trading, § 3 S. 46 ff.

327 *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 135 f.

328 *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 136.

329 Vgl. *Bainbridge*, Securities law: insider trading, S. 153 f.

keine homogene Reaktion der Anleger auf Preisveränderungen ausmachen.<sup>330</sup> So werden z.B. bei einer kleinen Steigerung des Marktpreises einige Anleger das Wertpapier verkaufen und den Gewinn realisieren. Andere werden auf weitere Steigerungen hoffen und das Wertpapier halten.

Es bleibt somit als Ergebnis festzuhalten, dass Insidergeschäfte den Marktpreis beeinflussen können. Somit kann es in diesem Szenario auch zu Verlusten des Anlegers durch die Insidergeschäfte kommen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass aufgrund des geringen Einflusses auf den Marktpreis durch Insiderhandel, sich die Verluste in engen Grenzen halten werden.

Im dritten Szenario handelt der Anleger nach dem Insider und nach Veröffentlichung der Insiderinformation. Zum Zeitpunkt des Handels des Anlegers hat der Insiderhandel keinen Einfluss mehr auf den Marktpreis. Durch den Einfluss des Insidergeschäfts auf den Marktpreis nähert sich dieser dem Marktpreis an, der bestehen würde, wenn die Insiderinformation öffentlich zugänglich wäre.<sup>331</sup> Der Marktpreis, der zum Zeitpunkt des Handels des Anlegers besteht, ist von dieser vorherigen Veränderung jedoch nicht beeinflusst. Denn dieser Preis hätte sich ab der Veröffentlichung der Insiderinformation sowieso ergeben – unabhängig von vorherigen Insiderhandeln. Auch in diesem Szenario kann Insiderhandel somit keine Verluste des Anlegers verursachen.

Insgesamt stellt sich Insiderhandel als wenig gefährlich für den Anleger dar. Es kann durch Insiderhandel zwar zu Verlusten auf Seiten des Anlegers kommen. Diese können jedoch nur in einer speziellen Konstellation auftreten, und selbst dann werden sich die Verluste für den Anleger in engen Grenzen halten. Insiderhandel schädigt die Anleger kaum, und die mangelhafte Durchsetzung des Insiderhandelsverbots stellt daher kein schlagkräftiges Argument gegen die Erfüllung der grundrechtlichen Schutzpflicht dar.

#### **b) Pflicht zur Ad-hoc-Publizität**

Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität dient dazu, das zwischen Insidern und uninformierten Anlegern bestehende Informationsgefälle auszugleichen. Es soll durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes ein gleicher Informationsstand der Marktteil-

---

<sup>330</sup> Bainbridge, Securities law: insider trading, S. 153 f.

<sup>331</sup> Manne, Insider trading and the Stock market, S. 77 ff.; ihm folgend Macey, Insider trading – economics, politics, and policy, S. 24 ff.

nehmer erreicht werden. Durch Informationsdefizite und Informationsasymmetrien bei den Marktteilnehmern können unangemessene Marktpreise entstehen. Es ist der Schutzzweck von § 15 WpHG, die Bildung solcher unangemessener Marktpreise zu verhindern.<sup>332</sup> Zudem ist § 15 WpHG eine Präventivmaßnahme gegen Insiderhandel. Der Kreis der Insider soll möglichst klein gehalten und es ihnen erschwert werden, ihren Informationsvorsprung missbräuchlich auszunutzen.<sup>333</sup>

Nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG muss ein Inlandsemittent von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Die Definition des Inlandsemittenten in § 2 Abs. 7 WpHG stellt in beiden Varianten auf den organisierten Markt ab, so dass diese Pflicht auf den Freiverkehr/Open Market keine Anwendung findet. Der Begriff der Finanzinstrumente ist in § 2 Abs. 2b WpHG legal definiert und für den Begriff der Insiderinformationen sei auf die obigen Ausführungen verwiesen.<sup>334</sup> Das Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit grenzt den Kreis der zu veröffentlichenden Insiderinformationen ein, so dass nicht jede Insiderinformation ad-hoc-publizitätspflichtig ist. Dieses Kriterium wird durch das Beispiel in § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG konkretisiert. Danach betrifft eine Insiderinformation den Emittenten insbesondere unmittelbar, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Auch Informationen außerhalb seines Tätigkeitsbereiches können den Emittenten unmittelbar betreffen („insbesondere“); so z.B. die Übermittlung eines Übernahmeangebots i.S.v. § 29 Abs. 2 WpHG durch eine Bietergesellschaft.<sup>335</sup> Es ist der Wissenschaft aber bisher nicht gelungen, eine über § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG und die Bildung einer Kasuistik hinausgehende, abstrakte Definition des Merkmals der unmittelbaren Betroffenheit zu produzieren.<sup>336</sup> Es dürfen zudem nach § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG sonstige Angaben, die die Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 WpHG nicht erfüllen, auch in Verbindung mit einer veröffentlichungspflichtigen Tatsache nicht veröffentlicht werden. Mit dieser Regelung soll der Anleger vor einer Flut nicht erforderlicher Informationen geschützt werden. Zudem sind gem. § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG unwahre Informationen im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung zu berichtigen. Vor der Veröffentlichung hat der Emittent die Information den Geschäftsführungen der

332 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 176; *Kümpel/Assmann*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, § 15 Rn. 2; *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, S. 87 f.

333 Vgl. Begr. RegE 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; Begr. RegE. AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34 f.

334 Vgl. 2. Teil C. I. 3. a).

335 Begr. RegE. AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

336 *Versteegen*, in: Hirte/Möllers, KölnKomm WpHG, § 15 Rn. 81.

wesentlichen Börsen und der BaFin mitzuteilen (§ 15 Abs. 4 WpHG). Hinsichtlich Mindestinhalt, Art, Umfang und Form der Veröffentlichung enthält der § 15 WpHG keine Regelung. Dies wird in den §§ 4 ff. WpAIV detaillierter normiert.

Nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG ist der Emittent solange von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Berechtigte Interessen liegen immer vor, wenn durch die Veröffentlichung der Information unternehmerische Ziele oder Entwicklungen vereitelt, gefährdet oder erheblich beeinträchtigt würden.<sup>337</sup> Mit der Voraussetzung, dass keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten sein darf, wird es dem Emittenten verboten, während des Befreiungszeitraums aktiv Signale zu setzen, die zu der noch zu veröffentlichenden Insiderinformation im Widerspruch stehen.<sup>338</sup> Eine Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation liegt nach § 7 WpAIV vor, wenn der Emittent während der Befreiung den Zugang zu der Insiderinformation kontrolliert. Dabei obliegt die Prüfung des Vorliegens dieser Voraussetzungen dem Emittenten. Bejaht dieser das Vorliegen der Voraussetzungen, dann ist die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nur aufgeschoben.<sup>339</sup> Im Falle einer rechtswidrigen Annahme des Vorliegens der Voraussetzungen besteht die Pflicht aus § 15 Abs. 1 WpHG fort.

Zur effektiven Durchsetzung der Publizitätspflicht muss ein Verstoß gegen diese rechtlich sanktioniert sein. Die zivilrechtliche Haftung für einen Verstoß gegen die Publizitätspflicht ist in §§ 37b, 37c WpHG spezialgesetzlich geregelt. Durch die §§ 37b, 37c WpHG soll der Anleger geschützt werden, der im Vertrauen auf ein ordnungsgemäßes Publizitätsverhalten des Emittenten eine Wertpapiertransaktion ausgeführt hat und aufgrund der unterlassenen oder verspäteten Veröffentlichung „zu teuer“ gekauft oder „zu billig“ verkauft hat.<sup>340</sup> Die Rechtsnatur dieser Emittentenhaftung ist umstritten. Praktische Auswirkung hat dieser Streit insbesondere auf eine mögliche Haftung als Mittäter oder Beteiligter nach § 830 Abs. 1 S. 1 BGB. Eine solche Haftung aus § 830 Abs. 1 S. 1 BGB kann sich nur ergeben, wenn die §§ 37b, 37c WpHG eine deliktische Haftungsregelungen darstellen. Demgegenüber sieht eine Ansicht in den §§ 37b,

---

337 *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 19.

338 Emittentenleitfaden der BaFin vom 14. Juli 2005, Ziff. IV.3.2.

339 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 194.

340 Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 14/8017, S. 93.

37c WpHG einen Fall der gesetzlichen Vertrauenshaftung.<sup>341</sup> Gegen diese Auffassung spricht jedoch, dass auch die Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG Verschulden des Emittenten erfordert. Zudem sollen die §§ 37b, 37c WpHG als Ersatz für eine ausdrücklich normierte Schutzgesetzqualität der §§ 37b, 37c WpHG fungieren. Sie treten damit an die Stelle einer möglichen deliktischen Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB und stellen eine besondere Deliktshaftung dar.<sup>342</sup> § 830 BGB ist damit grundsätzlich anwendbar.

Adressat der Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG ist grundsätzlich nur der Emittent. Nach einer breiten rechtspolitischen Diskussion vor dem Hintergrund der Skandale am Neuen Markt, hat sich der Gesetzgeber entgegen anderweitiger Vorschläge<sup>343</sup> für eine Haftung des Emittenten entschieden.<sup>344</sup> § 37b WpHG regelt die Haftung für ein Unterlassen einer notwendigen Ad-hoc-Mitteilung, § 37c WpHG betrifft den Fall einer Irreführung des Publikums durch aktives Handeln. Fraglich ist jedoch, welcher Schaden nach §§ 37b, 37c WpHG zu ersetzen ist. Die §§ 37b, 37c WpHG enthalten hinsichtlich des zu ersetzenden Schadens keine Regelung. Es besteht Einigkeit, dass nur das negative Interesse zu ersetzen ist, aber die konkrete Art der Berechnung ist umstritten.<sup>345</sup> Eine Auffassung will mit dem Argument, dass § 249 BGB den Vorrang der Naturalrestitution vorsehe und ein risikoaverser Anleger bei richtiger bzw. rechtzeitiger Information den Erwerb der Anlage gänzlich unterlassen hätte, dem geschädigten Anleger Naturalrestitution in Form der Rückgängigmachung des Wertpapiergeschäfts zugestehen.<sup>346</sup> Dem ist jedoch entgegen zu halten, dass dies gerade nicht der Schutzzweck der §§ 37b, 37c WpHG ist. Die §§ 37b, 37c WpHG wollen den Anleger vor einem zu teuren Kauf bzw. zu billigem Verkauf schützen. Mit einem Anspruch auf Naturalrestitution würde dem Emittenten einseitig das Risiko von fallenden Kursen aufgebürdet.<sup>347</sup> Es ist daher überzeugender, dem Anleger nur den Unterschied zwischen dem tatsächlichen und dem hypothetisch

341 *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1638; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 6, 130.

342 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 209; *Sethe*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 23.

343 Es wurde auch eine Haftung der Organe des Emittenten für alle Arten fehlerhafter Kapitalmarktinformationen und eine gesamtschuldnerische Haftung von Organmitgliedern und Emittent bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen vorgeschlagen. Vgl. *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 182 ff.; *ders.* ZHR 166 (2002), 375, 379 f.; *ders.*, ZHR 167 (2003), 139 ff.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49 ff.; *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1476 f.; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, S. 268 f.

344 Vgl. Begr. RegE., BR-Drucks. 936/01, S. 177.

345 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 220; *Sethe*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, § 37b, 37c Rn. 49 f.

346 *Leisch*, ZIP 2004, 1573, 1578 f.; *Möllers*, JZ 2005, 75, 78 f.

347 *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 186 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 222 f.; *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1871; *Hutter/Stürwald*, NJW 2005, 2428, 2430.

angemessenen Wert des Wertpapiers am selben Tag zu ersetzen (sog. Kursdifferenzschaden).<sup>348</sup> Dabei ist der erzielte Verkaufspreis bzw. Kaufpreis mit dem hypothetischen Kurs zu vergleichen, den das Wertpapier ohne das schädigende Ereignis, also bei rechtzeitiger Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung, hätte. Für die hier zu behandelnde Frage, kann dieser Streit dahinstehen, denn im Bereich des allgemeinen Kursrisikos besteht nur in Ausnahmefällen eine Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG,<sup>349</sup> so dass auch die Beschränkung des Schadensersatzes auf den Kursdifferenzschaden im Hinblick auf Art. 14 Abs. 1 GG unproblematisch ist. Das Verschulden des Emittenten wird grundsätzlich vermutet.

Daneben kommen noch Ersatzansprüche aus anderen Haftungsnormen in Betracht (§§ 37b Abs. 5, 37c Abs. 5 WpHG). Dabei wird der Gesellschaft das Handeln ihrer Organe gem. § 31 BGB analog zugerechnet.<sup>350</sup> Eine Haftung nach den Grundsätzen der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung ist zu verneinen, da Ad-hoc-Mitteilungen nur Einzelinformationen enthalten und schon deshalb keine Prospekte in diesem Sinne darstellen.<sup>351</sup> Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 Abs. 1 WpHG scheidet aus, denn § 15 WpHG dient ausschließlich der im öffentlichen Interesse liegenden Sicherung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte.<sup>352</sup> Dies stellt § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG ausdrücklich klar. § 15 Abs. 1 WpHG ist daher kein Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB. Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB scheitert daran, dass eine Ad-hoc-Mitteilung kein Prospekt, keine Darstellung oder Übersicht über den Vermögensstand i.S.v. § 264a StGB darstellt.<sup>353</sup> Es kann jedoch im Einzelfall ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB oder i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG bestehen.<sup>354</sup> Dabei setzt jedoch § 400 Abs. 1 AktG voraus, dass die Ad-hoc-Mitteilung ein unzutreffendes Gesamtbild über die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft ermöglicht und den Eindruck der Vollständigkeit erweckt.<sup>355</sup> Zudem ist bei

---

348 So auch *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1861; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 86 ff.; differenzierend, aber im Ergebnis größtenteils zustimmend *Sethe*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 51 ff.

349 Vgl. oben 2. Teil C. I. 2. a) cc).

350 BGH, NJW 2005, 2450, 2454.

351 BGH, NJW 2004, 2664, 2664; diese Auffassung wird in der Literatur geteilt, vgl. nur *Leisch*, ZIP 2004, 1573, 1573 m.w.N.

352 Vgl. BGH, NJW 2664, 2665 mit Bezug auf die Gesetzesmaterialien, insb. BT-Drucks. 12/7918, S. 96, 102; *Leisch*, ZIP 2004, 1573, 1574.

353 LG München, ZIP 2001, 1814; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 227.

354 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 227.

355 Vgl. BGH, NJW 2005, 2450, 2451; BGH, NJW 2004, 2664, 2665.

einer Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB zu beachten, dass das Kriterium der Stoffgleichheit<sup>356</sup> und der Vorsatz<sup>357</sup> häufig problematisch sein werden.

Außerdem kommt ein Anspruch auf Schadensersatz aus § 826 BGB in Betracht. Hier erkennt die Rechtsprechung das Verletzen der Publizitätspflicht aus § 15 Abs. 1 WpHG durch Tun oder Unterlassen als eine Schädigung i.S.v. § 826 BGB an<sup>358</sup> und stuft eine vorsätzliche Veröffentlichung bewusst unwahrer Ad-hoc-Mitteilungen als sittenwidrig i.S.v. § 826 BGB ein<sup>359</sup>. Problematisch ist, dass Kausalität zwischen der fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und der Anlageentscheidung vorliegen muss. Dabei liegt die Beweislast grundsätzlich beim Anspruchsteller, also dem Anleger. Eine generelle Beweiserleichterung hinsichtlich der Kausalität lehnt die Rechtsprechung ab.<sup>360</sup> Anders als für den Bereich der Börsenprospekte gebe es bei Ad-hoc-Mitteilungen keine verlässlichen, verallgemeinerungsfähigen Erfahrungssätze, so dass die Grundsätze über den Anscheinsbeweis bei Vorliegen einer Anlagestimmung nicht auf eine Haftung aus § 826 BGB wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen übertragen werden können.<sup>361</sup> Es könne aber im Einzelfall eine Anlagebestimmung bestehen, wobei für die Beurteilung der zeitliche Abstand zwischen Ad-hoc-Mitteilung und Wertpapiertransaktion eine große Rolle spielt.<sup>362</sup> Zudem ist auch im Rahmen des § 826 BGB umstritten wie der Schaden zu bemessen ist. Die jüngste Rechtsprechung gewährt Naturalrestitution, d.h. Erstattung des gezahlten Kaufpreises gegen Übertragung der erworbenen Wertpapiere.<sup>363</sup> In der Literatur wird dies kritisiert und nur der Ersatz des sog. Kursdifferenzschadens propagiert.<sup>364</sup> In Anbetracht der erhöhten sittlichen Missbilligung, die § 826 BGB verlangt, erscheint eine Gewährung von Naturalrestitution durchaus vertretbar. Letztlich kann ein Ersatzanspruch aus § 826 BGB durchaus bestehen, die Beweislast liegt jedoch zu weiten Teilen beim Anleger. Dies erschwert eine praktische Durchsetzung dieses

356 Vgl. BGH, NJW 2004, 2664, 2666.

357 Hahn, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 204; Thümmel, DB 2001, 2331, 2332.

358 BGH, NJW 2004, 2668, 2669.

359 OLG München, NZG 2005, 404, 405. Dabei ist in der Literatur streitig, ob auch für ein Unterlassen gehaftet wird, verneinend Rützel, AG 2003, 69, 73; befürwortend Möllers, JZ 2005, 75, 76.

360 Vgl. BGH, NJW 2005, 2450, 2453; BGH, NJW 2004, 2664, 2666.

361 BGH, NJW 2004, 2664, 2667; dagegen halten Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1657 ff. die Grundsätze der Anlagestimmung für auf Ad-hoc-Mitteilungen übertragbar. Dabei verkennen sie jedoch die fundamentalen Unterschiede zwischen einer Ad-hoc-Mitteilung und einem Prospekt. Anders als ein Prospekt beschränkt sich die Ad-hoc-Mitteilung ausschnittsartig auf wesentliche, aktuelle Tatsachen.

362 BGH, NJW 2002, 2664, 2667.

363 BGH, NJW 2005, 2450.

364 Hutter/Stürwald, NJW 2005, 2428, 2430; Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, 1654; anders Baums, ZHR 167 (2003), 139, 185 f., der eine Schadenspauschalierung vorschlägt.



Anspruchs wesentlich. Positiv zu berücksichtigen ist jedoch, dass die Rechtsprechung an den Nachweis des Vorsatzes keine überhöhten Anforderungen stellt.<sup>365</sup>

Des weiteren wird ein Verstoß gegen die Publizitätspflicht aus § 15 Abs. 1 WpHG auch strafrechtlich sanktioniert. Ein solcher Verstoß kann gem. § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit) a WpHG als Ordnungswidrigkeit mit einem Bußgeld von bis zu 1.000.000 € geahndet werden.

Insgesamt stellt die Ad-hoc-Publizität einen wichtigen Regelungsbereich des Anlegerschutzes dar. Sie ist ein wesentlicher Baustein des Publizitätskonzepts. Durch zeitnahe und verlässliche Informationen soll es dem Anleger ermöglicht werden, eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung zu treffen. Dabei ist eine Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG nur unter komplexen Anforderungen möglich,<sup>366</sup> und bei einer Fehleinschätzung des Handelnden besteht stets die Gefahr eines Verstoßes gegen § 15 Abs. 1 WpHG mit all seinen Rechtsfolgen, da bei einer rechtswidrigen Selbstbefreiung die Publizitätspflicht fortbesteht. Zudem wurden die Publizitätspflichten durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz noch einmal erweitert. Auch die zivilrechtliche Sanktionierung eines Verstoßes gegen die Publizitätspflicht erscheint ausreichend. Eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB oder i.V.m. § 400 Abs. 1 AktG wird in der Regel wohl nicht bestehen. Auch der Anspruch aus § 826 BGB schützt die Anleger nur unzureichend. Insbesondere der Beweis der Kausalität zwischen Ad-hoc-Mitteilung und Anlageentscheidung wird regelmäßig nicht glaubhaft zu machen sein.<sup>367</sup> Durch die Einführung der §§ 37b, 37c WpHG wurde diese „empfindliche Lücke im Anlegerschutz“<sup>368</sup> jedoch geschlossen. Positiv hervorzuheben ist dabei die Umkehr der Beweislastverteilung bzgl. des Verschuldens. So muss gem. §§ 37b Abs. 2, 37c Abs. 2 WpHG der Emittent den Nachweis des mangelnden Verschuldens führen. Nach §§ 37b, 37c WpHG ist nur der sog. Kursdifferenzschaden zu ersetzen. Damit kommt der Gesetzgeber der grundrechtlichen Schutzpflicht in ausreichendem Maße nach. Denn im Bereich des allgemeinen Kursrisikos besteht grundsätzlich keine grundrechtliche Schutzpflicht.<sup>369</sup> Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG

365 Vgl. BGH, NJW 2004, 2668, 2670.

366 Vgl. S.H. Schneider, BB 2005, 897 ff., insb. 902.

367 Dabei sei jedoch darauf hingewiesen, dass im Einzelfall ein Anspruch aus § 826 BGB durchaus bestehen kann. So z.B. BGH, NJW 2004, 2971 ff. Daher bietet auch der Anspruch aus § 826 BGB ein gewisses Schutzniveau.

368 Sethe, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 5.

369 Vgl. oben 2. Teil C. I. 2. a) cc).

gebietet also keinen vom Umfang her weitergehenden Ersatzanspruch. Negativ zu Buche schlägt aber, dass sich der Anspruch aus §§ 37b, 37c WpHG nur gegen den Emittenten richtet, nicht jedoch auch gegen dessen Organmitglieder. Eine solche Haftung der Organmitglieder würde dem Anleger nicht nur zusätzliche solvente Anspruchsgegner vermitteln, sondern hätte sicherlich auch eine präventive Wirkung auf das Handeln der Organmitglieder.<sup>370</sup>

### **c) Pflicht zur Offenlegung der Geschäfte von Führungskräften**

In § 15a WpHG werden für die Geschäfte von Führungskräften, den sog. „Directors' Dealings“, Mitteilungs-, Veröffentlichungs- und Übersendungspflichten normiert. Dadurch soll Marktmissbrauch (z.B. Insiderhandel) verhütet und ein bestimmtes Maß an Kapitalmarkttransparenz und Anlegergleichbehandlung erreicht werden.<sup>371</sup> Die in § 15a Abs. 2 WpHG genannten Personen haben regelmäßig einen Informationsvorsprung gegenüber den anderen Anlegern. Daher sind deren Geschäfte besonders geeignet, Rückschlüsse auf die Markteinschätzung des Unternehmens durch die Führungskräfte zu ziehen.<sup>372</sup> Die Bekanntgabe solcher Geschäfte stellen für den Anleger aus diesem Grund eine wertvolle Information dar.<sup>373</sup> Es ist der regulierte Markt von § 15a WpHG erfasst, der Freiverkehr/Open Market dagegen nicht.

Meldepflichtig sind zum einen die Geschäfte von Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen. Dies sind die in § 15a Abs. 2 WpHG genannten Personen. Dabei ist fraglich, wie dieser Personenkreis genau einzugrenzen ist. Man könnte aufgrund des weiten Wortlauts sämtliche Personen als erfasst ansehen, die zu unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.<sup>374</sup> Der Zweck, Wissensvorsprünge auszugleichen, spricht dagegen für eine Beschränkung auf Personen der ersten Führungsebene.<sup>375</sup> Denn nicht jede Person, die zu unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt ist, hat einen wesentlichen Wissensvorsprung. Letztlich dürfte das Kriterium des regelmäßigen Zugangs der betreffenden Person zu Insiderinformationen entscheidend sein. Denn ein solcher regelmäßiger Zugang wird zumeist nur für die Personen der ersten Führungsebene zu bejahen

---

370 Vgl. zu der Thematik einer unmittelbaren Haftung der Organmitglieder Teil 1 C. I. 3. k).

371 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 247; v. *Buttlar*, BB 2003, 2133, 2134; *Veil*, ZGR 2005, 155, 164.

372 Begr. RegE. 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87 f.

373 Vgl. Erwägungsgrund (26) der Marktmissbrauchsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 96 vom 12. April 2004.

374 *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 886.

375 v. *Buttlar*, BB 2003, 2133, 2134 (noch zur Marktmissbrauchsrichtlinie).

sein.<sup>376</sup> Zudem besteht eine Meldepflicht für solche Personen, die in einer engen Beziehung zu einer meldepflichtigen Person stehen (§ 15a Abs. 1 S. 2 WpHG). Davon ist der in § 15a Abs. 3 WpHG genannte Personenkreis erfasst. Darüber hinaus besteht eine Meldepflicht für juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die von einer Führungskraft oder einer in enger Beziehung zu dieser stehenden Person kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend einer solchen Person entsprechen (§ 15a Abs. 3 S. 2, 3 WpHG). Durch diese Regelung sollen Umgehungsversuche so weit wie möglich verhindert werden.<sup>377</sup> In sachlicher Hinsicht sind alle eigenen Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, mitteilungspflichtig.<sup>378</sup> Inhalt und Form der Mitteilung und Veröffentlichung der Directors' Dealings ist in den §§ 11, 12 WpAIV geregelt.

Ein Verstoß gegen die Pflichten aus § 15a WpHG müsste sanktioniert werden. Das WpHG enthält keine spezialgesetzlich geregelte zivilrechtliche Haftung. Es könnte dem einzelnen Anleger ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15a WpHG zukommen. § 15a WpHG steht systematisch unmittelbar neben § 15 WpHG. Zudem soll auch er Insiderhandeln verhüten und Markttransparenz schaffen. Diese systematischen und teleologische Nähe zu § 15 WpHG lässt nur den Schluss zu, dass § 15a WpHG, wie auch § 15 WpHG,<sup>379</sup> kein Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB darstellt.<sup>380</sup> Es kann jedoch ein Ersatzanspruch aus § 826 BGB bestehen. Gegen einen Schutz durch diesen Anspruch bestehen jedoch die schon oben genannten Bedenken.<sup>381</sup> Insgesamt stellt sich die zivilrechtliche Sanktionierung damit als mangelhaft dar. Ein Verstoß gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht wird aber auch strafrechtlich sanktioniert. So kann ein Verstoß gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht gem. § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit) d und Nr. 5 lit) b WpHG als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße von bis zu 100.000 € geahndet werden. Ein nicht ordnungsgemäß übersandter Veröffentlichungsbeleg kann gem. § 39 Abs. 2 Nr. 7 WpHG mit einer Geldbuße von bis zu 50.000 € belegt werden. Jedoch kann ein über die Höchststrafe von 100.000 € hinausgehender Gewinn nicht nach § 17 OWiG abgeschöpft werden. Denn der Täter

---

376 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 253; *Heinrich*, in: Hirte/Möllers, Köln Komm, WpHG, § 15a Rn. 41.

377 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 255.

378 Emittentenleitfaden der BaFin vom 15. Juli 2005, Ziff. V.2.1.

379 Siehe oben Teil I C. I. 3. b).

380 *Sehte*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, § 15a Rn. 105.

381 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. a), b).

erlangt nicht aus der Ordnungswidrigkeit, dem Verstoß gegen die Publizitätspflicht, sondern aus der Wertpapiertransaktion den Gewinn.<sup>382</sup> Der in solchen Fällen mögliche Gewinn kann jedoch die Summe von 100.000,00 € deutlich übersteigen,<sup>383</sup> so dass auch die strafrechtliche Sanktionierung lückenhaft ist. Ein Verstoß gegen § 15a WpHG unterliegt damit insgesamt keiner wirksamen Sanktion.

#### **d) Publizitätspflichten nach §§ 21 ff. WpHG**

Nach § 21 Abs. 1 WpHG muss derjenige, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3 Prozent, 5 Prozent, 10 Prozent, 15 Prozent, 20 Prozent, 25 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten erreicht, überschreitet oder unterschreitet, dies unverzüglich, spätestens jedoch innerhalb von vier Handelstagen, der betroffenen Gesellschaft und der BaFin mitteilen. Zudem hat der Emittent die erhaltene Information unverzüglich zu veröffentlichen und dem Unternehmensregister zu übermitteln (§ 26 Abs. 1 WpHG). Mit dieser Publizitätspflicht soll der Markt über die wesentliche Zusammensetzung der Stimmrechtsverhältnisse und Veränderungen derselben informiert werden. Die Zusammensetzung der Stimmrechtsverhältnisse kann wesentlichen Einfluss auf die Kursentwicklung der Aktien haben und durch eine Information über diese Zusammensetzung kann einem Missbrauch von Insiderinformationen präventiv begegnet werden.<sup>384</sup>

Die Mitteilungspflicht besteht nur für die Stimmrechte an einem Emittenten deutscher Herkunft, dessen Aktien zu einem Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 21 Abs. 1, Abs. 2 WpHG). Der Freiverkehr/Open Market fällt daher nicht in den Anwendungsbereich dieser Regelung. Bei der Berechnung der Stimmrechtsquote sind nur die mit einem Stimmrecht verbundenen Aktien (i.d.R. Stammaktien) zu berücksichtigen. Umstritten ist dagegen, ob die von dem Emittenten selbst gehaltenen Aktien zu berücksichtigen sind.<sup>385</sup> Dagegen spricht, dass dem Emittent nach § 71b AktG aus den eigenen Aktien keine Rechte und damit auch keine Stimmrechte zukommen.<sup>386</sup> Dem wird jedoch richtigerweise entgegen gehalten, dass es im Rahmen von § 21 WpHG

---

382 *Veil*, ZGR 2005, 155, 168.

383 *Veil*, ZGR 2005, 155, 169.

384 Begr. RegE. 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 52.

385 Vgl. zu dieser Problematik *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 302.

386 *Hüffer*, AktG, § 71b Rn. 4.

dagegen nur auf die abstrakte Zahl von Stimmrechten ankomme, nicht darauf ob die Inhaber der Stimmrechte diese auch konkret ausüben können.<sup>387</sup>

Für die Bestimmung der Höhe des Stimmrechtsanteils des jeweiligen Anlegers sind nicht nur die von ihm gehaltenen Aktien maßgeblich. Daneben können ihm gem. § 22 WpHG Stimmrechte Anderer zugerechnet werden. Diese Regelung soll eine Umgehung der Mitteilungspflicht aus § 21 WpHG verhindern. Die bloße Möglichkeit der Einflussnahme auf andere Stimmrechte wird so bei der Mitteilungspflicht berücksichtigt und damit eine umfassende Information der Anleger erreicht.<sup>388</sup> Fraglich ist bei der Zurechnung nach § 22 WpHG, ob dem Meldepflichtigen auch die Stimmrechte eines Dritten im Wege einer sog. Kettenzurechnung zugerechnet werden können. Dies ist wohl grundsätzlich zu bejahen. Denn zum einen stellt § 22 Abs. 2 S. 2 WpHG ausdrücklich klar, dass bei einer Zurechnung von Stimmrechten nach § 22 Abs. 2 WpHG diese zugerechneten Stimmrechte unter Anwendung von § 22 Abs. 1 WpHG zu berechnen sind. Zudem sprechen auch teleologische Argumente für eine Kettenzurechnung. Denn wenn über § 22 WpHG bei der Berechnung der Stimmrechtsanteile Einflussnahmemöglichkeiten berücksichtigt werden sollen, dann muss dies auch für die Einflussnahme auf Dritte gelten.<sup>389</sup> Bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils sind dagegen gem. § 23 WpHG unter bestimmten Voraussetzungen Stimmrechte nicht zu berücksichtigen. Es wird in diesen Fällen auf eine Berücksichtigung verzichtet, da von diesen keine Einflussnahmemöglichkeit ausgeht.<sup>390</sup>

Ein Verstoß gegen die Meldepflicht aus § 21 WpHG wird gem. § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. e) WpHG als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße von bis zu 200.000 € geahndet. Daneben bestehen auch zivilrechtliche Sanktionen. Nach § 28 S. 1 WpHG verliert der Meldepflichtige für die Zeit, in der er die Mitteilungspflicht nicht erfüllt, seine Rechte aus den Aktien. Dabei geht die ganz herrschende Auffassung richtigerweise davon aus, dass der Rechtsverlust auch schon bei einer unrichtigen oder unvollständigen Mitteilung eintritt. Andernfalls könnte der Meldepflichtige die Sanktion des § 28 WpHG durch bewusste Abgabe einer fehlerhaften

---

387 *Opitz*, in: Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, § 21 WpHG Rn. 18; *U.H. Schneider*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, § 21 Rn. 34.

388 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 305.

389 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 318; *Schwark*, in: Schwark, KMRK, § 22 WpHG Rn. 33.

390 Vgl. § 23 Abs. 1 Nr. 3, Abs. 3 S. 1 WpHG.

Mitteilung umgehen.<sup>391</sup> Übt der Meldepflichtige dennoch seine Rechte aus, so begeht er keine Ordnungswidrigkeit, sondern die Folgen ergeben sich auf gesellschaftsrechtlicher Ebene: Eine zu Unrecht bezogene Dividende ist gem. § 62 Abs. 1 AktG der Gesellschaft zurückzugewähren. Ein zu Unrecht ausgeübtes Stimmrecht hat die Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschluss zur Folge.<sup>392</sup>

Daneben stellt sich die Frage, ob Anleger bei einem Verstoß gegen die Mitteilungspflicht einen Ersatzanspruch gegen den Meldepflichtigen haben. Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 21 WpHG setzt voraus, dass § 21 WpHG auch dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist. Einer Einordnung als Schutzgesetz wird entgegen gehalten, dass mit der Publizitätspflicht nach § 21 WpHG, genauso wie mit der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, der Missbrauch von Insiderinformationen bekämpft werden soll. So wenig wie § 15 WpHG könne daher § 21 WpHG ein Schutzgesetz darstellen.<sup>393</sup> Anders als die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität ist die Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG hinreichend bestimmt. Wenn der Gesetzgeber Ersatzansprüche hätte ausschließen wollen, dann hätte er dies mit einer § 15 Abs. 6 WpHG vergleichbaren Regelung erreichen können.<sup>394</sup> Zudem spricht auch der Gesamtzusammenhang des Normengefüges dafür, dass mit den §§ 21 ff. WpHG Individualschutz bezweckt werden soll.<sup>395</sup> Neben einem Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 21 ff. WpHG, kann sich ein Anspruch der Anleger auch aus § 823 Abs. 2 i.V.m. § 263 Abs. 1 StGB und aus § 826 BGB ergeben. Es besteht daher neben der strafrechtlichen Sanktionierung eine umfassende zivilrechtliche Sanktionierung eines Verstoßes gegen die Mitteilungspflicht aus § 21 WpHG. Ein geschädigter Anleger kann von dem Meldepflichtigen nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 21 WpHG Ersatz seines Schadens verlangen. Daneben dürfte der Rechtsverlust nach § 28 WpHG, insbesondere der Verlust der Dividende, eine Präventivwirkung entfalten.

---

391 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 324; *Opitz*, in: Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, § 28 WpHG Rn. 5; *U.H. Schneider*, in: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG, § 28 Rn. 16.

392 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 328.

393 *Opitz*, in: Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, § 21 WpHG Rn. 42.

394 *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 936; *U.H. Schneider*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, vor § 21 Rn. 16.

395 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 330; *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 937; *U.H. Schneider*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, vor § 21 Rn. 16.

### **e) Rechnungslegung**

Aktiengesellschaften mit Sitz in Deutschland haben nach §§ 242 ff. HGB, §§ 150 ff. AktG ordentliche Jahresabschlüsse, nebst Lagebericht (§§ 264 Abs. 1 S. 1, 289 HGB), zu erstellen und nach § 325 HGB zu veröffentlichen. Zudem haben die gesetzlichen Vertreter von Kapitalgesellschaften, die Inlandsemittenten i.S.v. § 2 Abs. 7 WpHG sind, nach § 264 Abs. 2 S. 3 HGB schriftlich zu versichern, dass Jahresabschluss und Lagebericht den tatsächlichen Verhältnissen entsprechen (sog. Bilanzaid). Unternehmen, die nicht den handelsrechtlichen Vorschriften zur Offenlegung von Bilanzen unterliegen, haben nach § 37v Abs. 1 S. 1 WpHG einen Jahresfinanzbericht zu erstellen, wenn sie als Inlandsemittenten i.S.v. § 2 Abs. 7 WpHG Wertpapiere begeben. Dieser Jahresfinanzbericht umfasst ebenfalls den nach nationalem Recht aufgestellten und geprüften Jahresabschluss, den Lagebericht und den Bilanzaid, (§ 37v Abs. 2 WpHG). Der Bericht ist dem Unternehmensregister zur Speicherung zu übermitteln und es ist zu veröffentlichen, ab wann und unter welcher Internetadresse diese Rechnungslegungsunterlagen öffentlich zugänglich sind (§ 37v Abs. 1 S. 2 WpHG). Es besteht damit für alle Unternehmen, die als Inlandsemittenten i.S.v. § 2 Abs. 7 WpHG Wertpapiere begeben, eine Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung von Jahresabschluss, Lagebericht und Bilanzaid.

Daneben haben Unternehmen, die als Inlandsemittent Aktien oder Schuldtitel begeben, nach § 37w Abs. 1 WpHG für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres einen Halbjahresfinanzbericht zu erstellen und zu veröffentlichen. Dieser enthält nach § 37w Abs. 2 WpHG einen verkürzten Abschluss, einen Zwischenlagebericht und den sog. Bilanzaid. Unternehmen, die als Inlandsemittent Aktien begeben, haben nach § 37x Abs. 1 WpHG in den beiden Hälften des Geschäftsjahres jeweils eine Zwischenmitteilung zu erstellen und zu veröffentlichen. Die Zwischenmitteilungen haben eine Beurteilung zu ermöglichen, wie sich die Geschäftstätigkeit des Emittenten im Berichtszeitraum entwickelt hat. In dieser sind die wesentliche Ereignisse und Geschäfte des Emittenten in diesem Zeitraum und ihre Auswirkungen auf die Finanzlage zu erläutern sowie die Finanzlage und das Geschäftsergebnis zu beschreiben (§ 37x Abs. 2 WpHG).

Die Rechnungslegungsunterlagen sind ein wesentlicher Baustein des kapitalmarktrechtlichen Informationssystems. Aus ihnen können Anleger bzw. potentielle Anleger Informationen über das Unternehmen entnehmen und Rückschlüsse auf dessen Zustand

ziehen. Dabei hängt der Wert für den Anleger vor allem von der Verlässlichkeit der beinhaltenen Information ab. Es soll an dieser Stelle jedoch nicht untersucht werden, inwiefern aufgrund der unterschiedlichen Bilanzierungsvorschriften der Wert eines Unternehmens zutreffend wiedergegeben wird. Entscheidend ist für den Anleger, ob er sich darauf verlassen kann, dass die Bilanzen den Bilanzierungsvorschriften entsprechen. In jüngerer Zeit wurde das Vertrauen der Anleger in die Verlässlichkeit der Unternehmensinformation durch Bilanzen teilweise stark erschüttert. Als Stichworte seien an dieser Stelle nur die Fälle Holzmann, Comroad oder Phenomedia genannt.<sup>396</sup> Es soll daher im Folgenden das System der Bilanzkontrolle und der durch dieses gewährte Schutz im Vordergrund stehen.

#### **aa) Bilanzkontrolle**

Im gegenwärtigen System besteht die Bilanzkontrolle bei Aktiengesellschaften aus drei Elementen. Die Kontrolle der Bilanzen erfolgt zunächst extern durch die gesetzliche Abschlussprüfung und innergesellschaftlich durch den Aufsichtsrat: Der Vorstand der Aktiengesellschaft stellt die Abschlüsse auf (§§ 264 Abs. 1 S. 1 HGB, 91 Abs. 1, 170 AktG). Diese sind durch den Abschlussprüfer (§§ 316 ff. HGB) und den Aufsichtsrat (§ 171 AktG) zu prüfen. Wenn hierbei keine Einwände zu erheben sind, dann erteilt der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk (§ 322 HGB). Billigt der Aufsichtsrat den Jahresabschluss, dann ist dieser grundsätzlich festgestellt (§ 172 AktG). Zudem können gerichtliche Bilanzkontrollverfahren hinzutreten, nämlich in Form der Nichtigkeitsklage gem. § 256 AktG und der Sonderprüfung wegen Unterbewertung gem. §§ 258 ff. AktG.<sup>397</sup> Neben diese beiden ursprünglichen Bausteine der Bilanzkontrolle wurde mit dem Ende 2004 durch das Bilanzkontrollgesetz<sup>398</sup> eingeführten Enforcement-Verfahren ein zusätzlicher Baustein eingefügt. Da die beiden älteren Elemente allein augenscheinlich nicht ausreichten, um eine umfassende Bilanzwahrheit zu gewährleisten, wird sich die Untersuchung im Folgenden dem neuen Enforcement-Verfahren widmen. Dabei stellt sich die Frage, ob sich mit der Einführung des Enforcement-Verfahrens die Bilanzkontrolle so weit verbessert hat, dass Anlegern wieder den Bilanzen vertrauen können.

---

396 Ausführlich zum Thema Bilanzskandale *Peemöller/Hofman*, Bilanzskandale – Delikte und Gegenmaßnahmen, passim und *Ogger*, Der Börsenschwindel, passim.

397 Vgl. *Hennrichs*, ZHR 168 (2004), 383, 384 f.

398 BGBl. 2004 I, S. 3408 ff.



Bei Ausgestaltung des Enforcement-Verfahrens hat sich der Gesetzgeber für ein zweistufiges System entschieden. Er mischt damit Ansätze aus den USA und Großbritannien. In den Vereinigten Staaten übernimmt die Securities and Exchange Commission (SEC) als Börsenaufsichtsbehörde die Bilanzkontrolle. In Großbritannien ist dafür das Financial Reporting Review Panel (FRRP) als privatwirtschaftliche Einrichtung zuständig. In dem deutschen Enforcement-Verfahren werden die Prüfungen grundsätzlich von der eigens geschaffenen Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR; §§ 342b ff. HGB) durchgeführt. Auf dieser ersten Stufe geschieht die Bilanzkontrolle auf der Basis freiwilliger Mitwirkung des Unternehmens. Die Unternehmen sind gegenüber der DPR nicht zur Mitwirkung verpflichtet. Ziel ist die kooperative Aufdeckung und Berichtigung von Rechnungslegungsfehlern als eine Form der Selbstregulierung der Wirtschaft.<sup>399</sup> Auf der zweiten Stufe ist die BaFin als öffentlich-rechtliche Behörde für die Kontrolle der Rechnungslegung zuständig. Sie greift gem. § 37p Abs. 1 S. 2 WpHG ein, wenn ein Unternehmen die Kooperation verweigert oder wenn es nicht mit dem Ergebnis der Prüfung einverstanden ist. Darüber hinaus wird die BaFin tätig, wenn sie erhebliche Zweifel an der Richtigkeit des Prüfungsergebnisses der Prüfstelle oder an deren ordnungsgemäßen Prüfungsdurchführung hat.

Dem Enforcement-Verfahren unterliegen nach § 37n WpHG nur die Rechnungslegungsunterlagen von Unternehmen, deren Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG an einer deutschen Börse zum Handel im regulierten Markt (§§ 32 ff. BörsG) zugelassen sind. Es werden damit Unternehmen mit Sitz im Inland und auch im Ausland erfasst.<sup>400</sup> Gegenstand der Prüfung sind gem. § 37n WpHG der Jahresabschluss und der zugehörige Lagebericht oder der Konzernabschluss und der zugehörige Lagebericht. Dabei unterliegt nach § 37o Abs. 1 S. 4 WpHG nur der zuletzt festgestellte bzw. gebilligte Abschluss dem Enforcement-Verfahren. Zudem wurde das Enforcement-Regime auf die Halbjahresfinanzberichte (§ 37w WpHG) ausgedehnt. Nicht erfasst sind dagegen die Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung nach § 37x WpHG. Es können alle Teile des jeweiligen Abschlusses überprüft werden, unabhängig davon, ob es sich um Pflicht- oder freiwillige Angaben handelt.<sup>401</sup> Jedoch erstreckt sich die Prüfung der Abschlüsse

---

399 *Hennrichs*, ZHR 168 (2004), 383, 400; *Hommelhoff/Mattheus*, BB 2004, 93, 94.

400 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3421, S. 14.

401 *Hönsch*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 37n Rn. 10.

nicht auf das Risikofrüherkennungssystem i.S.v. § 91 Abs. 2 AktG und den Abhängigkeitsbericht i.S.v. § 312 Abs. 1 S. 1 AktG, da diese nicht Teil des Abschlusses sind.<sup>402</sup>

Die Prüfung richtet sich auf die Feststellung, ob der geprüfte Abschluss „den gesetzlichen Vorschriften einschließlich der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung oder den sonst durch Gesetz zugelassenen Rechnungslegungsstandards entspricht“ (§ 37n WpHG). Prüfungsmaßstab sind damit die für den jeweiligen Abschluss maßgeblichen Vorschriften. Dabei können sich Fehler im Hinblick auf den Ausweis, den Ansatz oder die Bewertung oder auf die sonst geforderten Angaben ergeben. Insbesondere die Vollständigkeit der vorgeschriebenen Angaben unterliegt auch der Nachprüfung.<sup>403</sup> Entgegen dem Wortlaut sind auch Bilanzierungsvorschriften des Gesellschaftsvertrages oder der Satzung Prüfungsmaßstab. Denn derartige Bilanzregeln werden im Interesse der Anteilseigner verfasst und die Überprüfung ihrer Einhaltung dient damit auch dem Anlegerschutz.<sup>404</sup>

Für die Eröffnung des Prüfverfahrens bestehen zwei Möglichkeiten. Zum einen wird die DPR im Rahmen der anlassbezogenen Prüfung tätig, soweit konkrete Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen (§ 37o Abs. 1 S. 1 WpHG). Bloße Vermutungen, Spekulationen und Hypothesen reichen insoweit nicht aus. Vielmehr muss es sich um konkrete Umstände tatsächlicher Art handeln.<sup>405</sup> Nach § 37o Abs. 1 S. 1 a.E. WpHG ist eine Anlassprüfung ausgeschlossen, wenn ein öffentliches Interesse an der Klärung der konkreten Verdachtsmomente nicht besteht. Daher können insbesondere offensichtlich unwesentliche Fehler kein Anlass für eine Prüfung sein.<sup>406</sup> Zudem beschränkt sich die Prüfung auf die Umstände, hinsichtlich derer Anhaltspunkte für Fehler bestehen.<sup>407</sup> Daneben kann eine Prüfung der Rechnungslegung auch ohne konkreten Anlass als Stichprobe angeordnet werden (§ 37o Abs. 1 S. 2 WpHG). Mit diesem proaktiven Ansatz wird auch eine

---

402 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3421, S. 14; Hönsch, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 37n Rn. 10; Hommelhoff/Mattheus, BB 2004, 93, 96; Kämpfer, BB-Beilage 3/2005, 13, 14.

403 Gelhausen/Hönsch, AG 2005, 511, 513; Scheffler, BB-Special 4/2006, 2, 7.

404 Gelhausen/Hönsch, AG 2005, 511, 513; Hönsch, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 37n Rn. 16.

405 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3421, S. 14.

406 Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3421, S. 14.

407 Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3421, S. 14; Diese Beschränkung des Prüfungsumfangs kommt durch die Verwendung des Wortes „soweit“ in §§ 342b Abs. 2 S. 3 Nr. 1 HGB, 37o Abs. 1 S. 1 WpHG zum Ausdruck.

präventive Wirkung der Bilanzkontrolle begründet. Denn das Risiko von einer Stichprobe erfasst zu werden, wird disziplinierend wirken.<sup>408</sup>

Das Enforcement-Verfahren kann auf unterschiedliche Weise enden. Hat die Prüfstelle die Prüfung abgeschlossen, teilt sie dem Unternehmen nach § 342b Abs. 5 S. 1 HGB das Ergebnis mit. Wenn sie keinen Fehler festgestellt hat, endet das Verfahren auf der ersten Stufe und die Prüfstelle teilt der BaFin das Ergebnis mit. Diese erhält damit die Gelegenheit, das Ergebnis zu überprüfen und gegebenenfalls eine erneute Prüfung in eigener Zuständigkeit einzuleiten. Auch auf der ersten Stufe endet das Verfahren, wenn die Prüfstelle einen Fehler festgestellt hat und das Unternehmen erklärt sich mit der Fehlerfeststellung durch die Prüfstelle einverstanden. Dagegen endet das Enforcement-Verfahren erst auf der zweiten Stufe, wenn das Unternehmen seine Mitwirkung verweigert hat, wenn die Prüfstelle einen Fehler festgestellt hat und das Unternehmen erklärte sich mit dieser Feststellung nicht einverstanden oder wenn die BaFin wegen Zweifeln an der DPR-Prüfung eine eigene Prüfung eingeleitet hat.

Endet das Verfahren mit der Feststellung eines Rechnungslegungsfehlers, sei es durch die DPR oder die BaFin, ordnet die BaFin an, dass der Fehler samt den wesentlichen Teilen der Begründung der Feststellung bekannt zu machen ist (§ 37q Abs. 2 S. 1 WpHG). Ziel dieser Bekanntmachung ist die Information der Kapitalmarktteilnehmer über die fehlerhafte Rechnungslegung.<sup>409</sup> Weitere Konsequenzen wurden durch das Bilanzkontrollgesetz nicht geregelt. Diese ergeben sich aus den gesellschafts- und bilanzrechtlichen Regelungen und sollen an dieser Stelle nicht weiter erläutert werden.

Damit bleibt letztlich noch die Frage zu beantworten, ob das soeben darlegte Enforcement-Verfahren zu einer ausreichenden Bilanzwahrheit führen wird. Von seiner rechtlichen Konstruktion erscheint das System viel versprechend, da es die Vorzüge des US-amerikanischen und des britischen Modells vereint. Aufgrund der Erfahrungen mit dem britischen Modell steht zu erwarten, dass ca. 80 v.H. der aufgegriffenen Fehler bereits einvernehmlich auf der ersten Stufe korrigiert werden.<sup>410</sup> Insgesamt wird das deutsche System zur Überwachung der Rechnungslegungsvorschriften durch Enforcement-

408 *Hennrichs*, ZHR 168 (2004), 383, 403.

409 *Gelhausen/Hönsch*, AG 2005, 511, 525.

410 *Hennrichs*, ZHR 168 (2004), 383, 400; *Hommelhoff/Mattheus*, BB 2004, 93, 94.

Verfahren wesentlich gestärkt.<sup>411</sup> Problematisch erscheint in tatsächlicher Hinsicht jedoch ein Aspekt: die personelle und finanzielle Ausstattung der DPR. So hat die Prüfstelle einen Etat von 5 Mio. Euro und beschäftigt neben dem Präsidenten und Vizepräsidenten 16 PrüferInnen.<sup>412</sup> Angesichts der Aufgaben, die die DPR erfüllen soll, kann es schnell zu einer Überforderung der DPR kommen. Dies verdeutlicht der Vergleich mit der US-amerikanischen SEC. Dort wurde vor dem Hintergrund der Betrugsfälle wie Enron und Worldcom der Etat der SEC verdoppelt. Die Behörde erhielt allein 660 *neue* Mitarbeiter.<sup>413</sup> Doch trotz dieser Bedenken erscheinen die ersten Eindrücke der Arbeit der DPR durchaus überzeugend. So hat die Prüfstelle im ersten Jahr ihrer Tätigkeit ca. 200 Prüfungen durchgeführt. Dies entspricht etwa 17 v.H. der ca. 1200 kapitalmarktorientierten Unternehmen.<sup>414</sup> Insgesamt stellt sich damit die Einführung des Enforcement-Verfahrens als wesentliche Verbesserung der Bilanzkontrolle dar.

Diese positive Einschätzung wird unterstützt durch die Einführung des Bilanzzeides. Durch den Bilanzeid wird gem. § 264 Abs. 2 S. 3 HGB bestätigt, dass der Jahresabschluss ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft vermittelt. Die Erklärung stellt jedoch keine objektive Richtigkeitsgarantie dar, sondern ist nach bestem Wissen abzugeben. Die Abgabe eines unrechten Bilanzzeides wird gem. § 331 Nr. 3a HGB strafrechtlich sanktioniert. Es droht eine Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder Geldstrafe. Auch dies ist ein weiterer Schritt in Richtung einer größeren Bilanzwahrheit. Bilanzen werden damit wieder ein verlässlicher Baustein des kapitalmarktrechtlichen Informationssystems sein.

## **bb) Amtshaftung bei der Bilanzkontrolle**

Es stellt sich die Frage, ob bei einer fehlerhaften oder unterlassenen Bilanzkontrolle durch BaFin bzw. DPR ein Amtshaftungsanspruch besteht. Mit Blick auf § 4 Abs. 4 FinDAG erscheint dies auf den ersten Blick ausgeschlossen. Man könnte jedoch annehmen, dass die Regelungen zum Enforcement-Verfahren als jüngerer und spezielleres Recht, die Anwendung von § 4 Abs. 4 FinDAG ausschließen. Diese Auffassung vertritt *Seidel* mit der Begründung, dass der Anlegerschutz in den Materialien zur Entstehung des Bilanz-

411 Grundsätzlich zustimmend auch *Baetge*, ZHR 168 (2004), 428, 433; *Gahlen/Schäfer*, BB 2006, 1619, 1622; *Gelhausen/Hönsch*, AG 2005, 511, 529; *Gros*, DStR 2006, 246, 251; *Hommelhoff/Mattheus*, BB 2004, 93, 100; *Jahn*, ZRP 2004, 68, 71; *Kämpfer*, BB Beilage 3/2005, 13, 16.

412 Vgl. [www.frep.info/mitglieder\\_pruefstelle.php](http://www.frep.info/mitglieder_pruefstelle.php) (09.01.2008, 12:00 Uhr).

413 *Hennrichs*, ZHR 168 (2004), 383, 401.

414 *Berger*, DB 2006, 2473, 2473.

kontrollgesetzes häufig genannt wird.<sup>415</sup> Diese Auffassung kann jedoch nicht überzeugen. Es ist zutreffend, dass jüngeres und/oder spezielleres Recht § 4 Abs. 4 FinDAG für einen Teilbereich verdrängen kann. Doch eine solche Verdrängung geschieht durch das Bilanzkontrollgesetz gerade nicht. Denn zum einen hätte dies zur Voraussetzung, dass mit dem Bilanzkontrollgesetz der individualschützende Anlegerschutz bezweckt wird.<sup>416</sup> Bei den Nennungen des Anlegerschutzes in den Gesetzesmaterialien steht aber das Vertrauen der Anleger in die Integrität und Stabilität des Kapitalmarkt im Vordergrund.<sup>417</sup> Damit bezwecken die Regelungen den Schutz der Gesamtheit der Anleger, nicht jedoch den Schutz des individuellen Anlegers. Zudem wird in den Gesetzesmaterialien explizit festgehalten, dass § 4 Abs. 4 FinDAG auch für den Bereich der Bilanzkontrolle gelten soll.<sup>418</sup> Der Ausschluss der Amtshaftung gilt damit auch für diesen Bereich der Kapitalmarktaufsicht.

#### **f) Zulassungsfolgepflichten**

In den §§ 30a – 30e WpHG werden die in der Transparenzrichtlinie vorgesehenen Informationspflichten von Emittenten betreffend Informationen, die zur Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren notwendig sind, zusammengefasst. Es waren zum Teil entsprechende Vorschriften bisher in § 39 BörsG und den §§ 63, 64, 66 und 67 BörsZulV enthalten. Diese Regelungen wurden in das WpHG aufgenommen, um eine zentrale Überwachung durch die BaFin zu erreichen.<sup>419</sup>

In § 30a WpHG werden die Pflichten zusammengefasst, die einem Emittenten mit Herkunftsstaat Deutschland gegenüber den Inhabern seiner an einem organisierten Markt zugelassenen Wertpapiere obliegen. So beinhaltet § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG ein Gleichbehandlungsgebot aller Inhaber zugelassener Wertpapiere. Es sind außerdem den Wertpapierinhabern alle erforderlichen Informationen bereitzustellen, die zur Wahrnehmung ihrer Rechte aus dem Wertpapier notwendig sind (§ 30a Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Zudem hat der Emittent sicherzustellen, dass Daten vor Kenntnis Unbefugter geschützt sind (§ 30a Abs. 1 Nr. 3 WpHG), eine kostenlose Zahlstelle eingerichtet ist (§ 30a Abs. 1 Nr. 4 WpHG) und auf Verlangen Vollmachtsformulare für die Haupt- oder Gläubigerversammlung übermittelt werden (§ 30a Abs. 1 Nr. 5 und 6).

415 Seidel, DB 2005, 651, 654 f.

416 Zur Unterscheidung der beiden Möglichkeiten des Anlegerschutzes vgl. oben I. Teil B. II.

417 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3221, S. 11 ff.

418 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3221, S. 17.

419 Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 16/2498, S. 39.

§ 30b WpHG betrifft die Veröffentlichung von Mitteilungen und Übermittlung von Informationen auf elektronischem Wege. Nach § 30b Abs. 1 WpHG sind Emittenten mit Herkunftsstaat Deutschland verpflichtet, die Einberufung der Hauptversammlung (einschließlich Tagesordnung) und Mitteilungen über Ausschüttung und Auszahlung von Dividenden, die Ausgabe neuer Aktien und die Vereinbarung oder Ausübung von Umtausch-, Einziehungs- und Zeichnungsrechten unverzüglich im elektronischen Bundesanzeiger zu veröffentlichen. Für die Emittenten zugelassener Schuldtitel gilt Vergleichbares bzgl. der Gläubigerversammlung und der entsprechenden Rechte. Zudem bestimmt § 30b Abs. 3 WpHG, dass die Informationsübermittlung an die Aktionäre auf elektronischem Wege nur unter bestimmten Voraussetzungen zulässig ist.

Es sind zudem nach § 30c WpHG beabsichtigte Satzungsänderungen sowie Änderungen von Rechten der ausgegebenen Aktien bereits sehr frühzeitig der BaFin und der jeweiligen Zulassungsstelle mitzuteilen. Diese Mitteilung muss unverzüglich nach der Entscheidung ergehen, den Änderungsentwurf dem Beschlussorgan, das über die Änderung beschließen soll, vorzulegen. Damit ist der von Vorstand und Aufsichtsrat nach Maßgabe von § 124 Abs. 3 S. 1 AktG zu unterbreitende Vorschlag an die Hauptversammlung gemeint.<sup>420</sup>

Die Vorschrift des § 30d WpHG stellt sicher, dass alle Emittenten, deren Wertpapiere in Deutschland an einer Börse zum Handel zugelassen sind, den Pflichten der §§ 30a bis 30c WpHG unterliegen, auch wenn für sie ein anderer Staat der Herkunftsstaat ist und dieser Staat für Emittenten, deren Wertpapiere am organisierten Markt in Deutschland zugelassen sind, keine vergleichbaren Pflichten vorsieht.<sup>421</sup> § 30e WpHG sieht bestimmte weitere Veröffentlichungspflichten für Inlandsemittenten vor, insbesondere im Hinblick auf Änderungen bei den mit den zugelassenen Wertpapieren verbundenen Rechten und im Hinblick auf die Aufnahme von Anleihen.

Es stellt sich nun die Frage nach der Sanktionierung eines Verstoßes gegen die §§ 30a ff. WpHG. Ein Verstoß gegen § 30a Abs. 1 Nr. 2 bis 4 WpHG ist nach § 39 Abs. 2 Nr. 12 bis 14, Abs. 4 WpHG bei Vorsatz oder Leichtfertigkeit als Ordnungswidrigkeit mit einem Bußgeld von bis zu 100.000 € strafbewehrt. Ein leicht-

---

420 Bosse, DB 2007, 39, 43.

421 Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 16/2498, S. 41.

fertiger oder vorsätzlicher Verstoß gegen § 30c WpHG stellt nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. j), Abs. 4 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit einem Bußgeld von bis zu 50.000 € geahndet werden kann. Ein Verstoß gegen die Regelungen der §§ 30b Abs. 1, Abs. 2, 30e Abs. 1 S. 1 und 2 WpHG wird nach § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. d), lit. e), Nr. 6, Abs. 4 WpHG bei vorsätzlichem oder leichtfertigem Handeln als Ordnungswidrigkeit mit einem möglichen Bußgeld von bis zu 200.000 € sanktioniert.

In § 39 Abs. 4 WpHG wird zweimal auf die Regelung des § 39 Abs. 2 Nr. 6 WpHG Bezug genommen und so für einen vorsätzlichen oder leichtfertigen Verstoß gegen § 30e Abs. 1 S. 2 WpHG – neben dem Bußgeld von bis zu 200.000 € – ein mögliches Bußgeld von bis zu einer Million Euro vorgesehen. Die Normierung eines Bußgeldes von bis zu einer Million Euro stellt jedoch ein Redaktionsversehen dar. Denn der Bezug in § 39 Abs. 4 auf § 39 Abs. 2 Nr. 6 WpHG, der ein Bußgeld von bis zu 200.000 € anordnet, wurde erst mit dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)<sup>422</sup> in § 39 Abs. 4 WpHG eingefügt<sup>423</sup> und ist daher als das jüngere Recht maßgeblich. § 39 Abs. 4 WpHG enthielt den Bezug auf § 39 Abs. 2 Nr. 6 WpHG, der eine Geldbuße von bis zu einer Million Euro normiert, schon vor dem TUG. Er bezieht sich daher auf die alte Regelung des § 39 Abs. 2 Nr. 6 WpHG, die durch das TUG zu heutigen Regelung des § 39 Abs. 2 Nr. 7 WpHG wurde.<sup>424</sup>

Nach den strafrechtlichen Sanktionen sind nun die zivilrechtlichen Folgen eines Verstoßes gegen die Pflichten aus §§ 30a ff. WpHG zu ermitteln. Dabei ist zu unterscheiden zwischen dem Gleichbehandlungsgebot aus § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG, der Pflicht zur Einrichtung einer Zahlstelle aus § 30a Abs. 1 Nr. 4 WpHG, der Pflicht zum Datenschutz aus § 30a Abs. 1 Nr. 3 WpHG und den restlichen Pflichten der §§ 30a ff. WpHG, die sämtlich Informations- und Mitteilungspflichten darstellen.

Mangels einer vertraglichen Sonderverbindung zwischen Emittent und Wertpapierinhaber, kommt für einen Verstoß gegen die Pflichten aus § 30a Abs. 1 Nr. 1 und 4 WpHG nur eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB in Betracht. Bei dem Gleichbehandlungsgebot verneinte die überwiegende Auffassung schon zur Vorgängerregelung des

---

422 BGBl. I 2007, S. 10.

423 Vgl. Art. 1 Nr. 26 TUG, BGBl. I 2007, S. 22.

424 Vgl. Art. 1 Nr. 25 lit. d) TUG, BGBl. I 2007, S. 22.

§ 39 Abs. 1 Nr. 1, 1. Hs. BörsG a.F. den Schutzgesetzcharakter.<sup>425</sup> Genau anders verhält es sich bei der Pflicht zur Einrichtung einer Zahlstelle. Diese wurde einhellig als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB aufgefasst.<sup>426</sup> Da der Gesetzgeber nur unwesentliche Änderungen an der Formulierung vorgenommen hat und sich auch nicht anders geäußert hat, ist davon auszugehen, dass diese Einschätzungen fortbestehen können. Eine Verstoß gegen die Pflicht zur Datensicherung aus § 30a Abs. 1 Nr. 3 WpHG kann als Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts nach § 823 Abs. 1 BGB Ersatzansprüche auslösen.

Die nach §§ 30a ff. WpHG zu veröffentlichenden Mitteilungen und Informationen stellen keine Prospekte dar, denn sie werden nicht mit der Intention veröffentlicht, Grundlage für eine Anlageentscheidung zu sein. Eine zivilrechtliche Haftung ergibt sich daher nicht unter dem Gesichtspunkt der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.<sup>427</sup> Mangels einer vertraglichen Verbindung zwischen Emittenten und Wertpapierinhaber kommt eine zivilrechtliche Sanktionierung eines Verstoßes gegen die Zulassungsfolgepflichten daher nur nach § 823 Abs. 2 BGB in Betracht.

Die Mitteilungs- und Informationspflichten nach § 30a ff. WpHG müssten Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB darstellen. Es sprechen jedoch die besseren Argumente gegen eine Einschätzung dieser Publizitätspflichten als Schutzgesetze. Denn Voraussetzung für ein Schutzgesetz ist, dass der Gesetzgeber die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruchs erkennbar erstrebt hat oder ein solcher zumindest im Rahmen des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheint.<sup>428</sup> In den Materialien zum Gesetzgebungsverfahren findet sich kein Hinweis darauf, dass der Gesetzgeber ein Verstoß gegen diese Vorschriften nach § 823 Abs. 2 BGB sanktionieren wollte.<sup>429</sup> Zudem würde die Charakterisierung der §§ 30a ff. WpHG als Schutzgesetze zu Frik-

425 Hamann, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, § 44 BörsG Rn. 20; Heidelberg, in: Schwark, KMRK, § 39 BörsG Rn. 7; Zietsch/Holzborn, WM 2002, 2356, 2363.

426 Hamann, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, § 44 Rn. 25; Heidelberg, in: Schwark, KMRK, § 39 BörsG Rn. 14; Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl., § 44 Rn. 6; Zietsch/Holzborn, WM 2002, 2356, 2359.

427 Vgl. Groß, Kapitalmarktrecht, § 47 BörsG Rn. 6, ders., WM 2002, 477, 479 f. zu den Vorgängerregelungen der § 44 Abs. 1 Nr. 3 BörsG a.F. i.V.m. §§ 64 ff. BörsZulVO a.F.; ähnlich Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl., § 44 Rn. 13.

428 BGHZ 46, 23; 125; 374; BGH, DB 1976, 1665; Sprau, in: Palandt, BGB, § 823 Rn. 57.

429 Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 16/2498, S. 39 ff.; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/3644; 2. u. 3. Beratung des BT, Plenarprotokoll 16/70, S. 7031 ff.; Empfehlungen der Ausschüsse, BR-Drucks. 579/1/06; Stellungnahme BR, BR-Drucks. 579/06; jeweils passim.



tionen im Haftungssystem bei Verletzung von Publizitätspflichten führen. Denn bei Annahme eines Schutzgesetzcharakters würde ein Verstoß gegen die Pflichten nach §§ 30a ff. WpHG schon bei einfacher Fahrlässigkeit eine Haftung auslösen, wohingegen die Prospekthaftung nach §§ 44, 45 BörsG und die Haftung wegen unterlassener Veröffentlichung bzw. unwahrer Insiderinformation nach §§ 37b, 37c WpHG nach §§ 37b, 37c WpHG ein grob fahrlässiges Handeln voraussetzt.<sup>430</sup> Zudem verneint der BGH bei Normen, deren Übertretung eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit darstellt, oftmals eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB als subsidiär.<sup>431</sup> Der Verstoß gegen die §§ 30a ff. WpHG ist zum Teil als Ordnungswidrigkeit bußgeldbewehrt, so dass dies gegen den Schutzgesetzcharakter dieser Bestimmungen spricht.<sup>432</sup> Letztlich legt auch der europarechtliche Hintergrund der §§ 30a ff. WpHG einen Schutzgesetzcharakter nicht nahe. Denn der europäische Gesetzgeber wählt bei der Ausgestaltung von Normen oftmals einen individualschützenden Charakter und stellt dies in den Erwägungsgründen klar.<sup>433</sup> Für die Vorschriften der Art. 16 bis 18 und Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 der Transparenzrichtlinie<sup>434</sup>, die durch die §§ 30a ff. WpHG umgesetzt wurden, hat der europäische Gesetzgeber eine solche Bestimmung des Schutzzwecks gerade nicht vorgenommen.<sup>435</sup> Die §§ 30a ff. WpHG stellen somit keine Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB dar. Es bleibt daher nur festzuhalten, dass ein Verstoß gegen die Publizitätspflichten der §§ 30a ff. WpHG keinerlei zivilrechtliche Haftung zur Folge hat.

#### **g) Pflichten nach §§ 31 ff. WpHG**

In den §§ 31 ff. WpHG sind Verhaltenspflichten geregelt. Diese können in allgemeine Verhaltenspflichten (§ 31 WpHG), besondere Verhaltenspflichten (§§ 31c, 31d und 33a WpHG), Organisationspflichten (§ 33 und 33b WpHG) und Aufzeichnungspflichten (§ 34 WpHG) unterschieden werden. Diese Pflichten sind nicht auf bestimmte Marktsegmente beschränkt, sondern gelten für alle Segmente. Sie knüpfen vielmehr an die Begriffe „Wertpapierdienstleistungen“, „Finanzinstrument“ und „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ an. Diese Begriffe sind § 2 Abs. 2b – Abs. 4 WpHG legal definiert. Das Bundesministerium der Finanzen hat zur Konkretisierung der §§ 31 ff. WpHG und

430 Vgl. *Groß*, WM 2002, 477, 483 zur Regelung des § 44b BörsG a.F.

431 Vgl. BGHZ 84, 312; 116, 7, 14; *Hager*, in: Staudinger, § 823 Rn. G6, G 18; *Staudinger*, in: Dörner u.a., Handkommentar BGB, § 823 Rn. 147.

432 So auch *Schwark*, Börsengesetz, 2. Aufl., § 44 Rn. 14 zu den Vorgängerregelungen der § 44 Abs. 1 Nr. 3 BörsG a.F. i.V.m. §§ 64 ff. BörsZulVO a.F.

433 Vgl. unten 2. Teil D. II., IV.

434 Richtlinie 2004/109/EG.

435 Vgl. insbesondere Erwägungsgrund Nr. 22 der Richtlinie 2004/109/EG.

zur Umsetzung der Richtlinie 2006/73/EG die Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung erlassen.<sup>436</sup>

Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit erbringen (§ 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Dabei muss es sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten bemühen. Wenn die zur Vermeidung von Interessenkonflikten getroffenen Organisationsmaßnahmen nicht ausreichen, um die Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden, dann muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden den Interessenkonflikt offenlegen (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). In den Absätzen 4 und 5 werden besondere Verhaltenspflichten für bestimmte Wertpapierdienstleistungen normiert. Bei der Anlageberatung und bei der Finanzportfolioverwaltung hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die jeweiligen Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden in Abhängigkeit von der Art des Finanzinstruments oder Dienstleistung, seine Anlageziele und die finanziellen Verhältnisse zu berücksichtigen, um ein geeignetes Finanzinstrument bzw. eine geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können (§ 31 Abs. 4 WpHG). Bei anderen Wertpapierdienstleistungen muss das Unternehmen nur Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden einholen, um beurteilen zu können, ob die vom Kunden selbst in Betracht gezogenen Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen für den Kunden angemessen sind. Hält das Wertpapierdienstleistungsunternehmen das Finanzinstrument oder die Wertpapierdienstleistung nicht für ihn angemessen, dann muss es den Kunden über die mangelnde Angemessenheit informieren (§ 31 Abs. 5 WpHG). Ergänzt werden diese Regelungen durch die Informationspflichten aus § 31 Abs. 2, Abs. 3 und Abs. 8 WpHG. Diese normieren insbesondere, dass alle Informationen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden zugänglich machen, redlich, eindeutig und nicht irreführend sein müssen und dem Kunden rechtzeitig, d.h. vor Vertragsschluss, geeignete Informationen zur Verfügung gestellt werden, um ihm eine eigene, sinnvolle, seinen Interessen entsprechende Anlageentscheidung zu ermöglichen.<sup>437</sup> Nach § 31 Abs. 7 WpHG werden vom Kunden veranlasste Geschäfte mit nicht komplexen Finanzinstrumenten<sup>438</sup> unter der Voraussetzung,

436 Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung – WpDVerOV) v. 20.7.2007, BGBl. I 2007, S. 1432.

437 Vgl. Begr. RegE., Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 33.

438 Der Begriff des nicht komplexen Finanzinstrumentes wird konkretisiert durch § 7 WpDVerOV.

dass ein Hinweis des Kunden auf die unterbleibende Angemessenheitsprüfung erfolgt, von den Pflichten nach Abs. 5 befreit. Damit wird der Bereich des sog. Discount-Broking von der Verpflichtung aus § 31 Abs. 5 WpHG freigestellt.<sup>439</sup>

Mit dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz<sup>440</sup> wurde ein System von unterschiedlichen Kundenklassen in die Regelungen der §§ 31 ff. WpHG eingeführt. Es wird zwischen professionellen Kunden und Privatkunden unterschieden und für diese jeweils ein unterschiedliches Schutzniveau normiert. Je nachdem, ob es sich um Privatkunden oder professionelle Kunden handelt, werden an die Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber ihren Kunden unterschiedliche Anforderungen gestellt. Dieses System wird ergänzt durch den Wechsel zwischen den Kategorien, dem sog. Opt-In/Opt-Out-Verfahren. Als dritte, davon unabhängige Kundenklasse, kennt das WpHG die sog. geeigneten Gegenparteien. Für das Finanzkommissionsgeschäft, die Anlage- und Abschlussvermittlung und den Eigenhandel sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber geeigneten Gegenparteien nicht an die Vorgaben aus §§ 31 Abs. 2, Abs. 3, Abs. 5 bis Abs. 7, 31c, 31d und 33a WpHG gebunden (§ 31b Abs. 1 WpHG).

Neben die allgemeinen Verhaltenspflichten aus § 31 WpHG treten die besonderen Verhaltenspflichten aus §§ 31c, 31d WpHG. Die Regelung des § 31c WpHG konkretisiert die allgemeinen Verhaltensregeln aus § 31 WpHG, indem sie Grundsätze zur Bearbeitung von Kundenaufträgen festlegt.<sup>441</sup> § 31d WpHG regelt die Annahme von Zuwendungen aller Art einschließlich Gebühren, Provisionen und immaterieller Leistungen von Dritten sowie deren Gewährung an Dritte und gestattet beides nur unter bestimmten Voraussetzungen.

In den §§ 33, 33a und 33b WpHG finden sich Organisationsverpflichtungen für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen. § 33 WpHG enthält zahlreiche organisatorische Anforderungen an Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Diese Organisationsverpflichtungen zielen darauf, Rechtsverstöße des Unternehmens und seiner Mitarbeiter zu verhindern, Kontinuität und Rechtmäßigkeit der Dienstleistungen zu gewährleisten,

439 Dies entspricht der Rechtslage vor dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, vgl. BGH, ZIP 1999, 1915, 1918; BGH, NJW-RR 2004, 474, 485; BGH, ZIP 2003, 2295, 2296; ebenso OLG München, WM 1998, 2188; Balzer, WM 2001, 1533, 1534 m.w.N.

440 BGBl. I 2007, S. 1330.

441 Vgl. Begr. RegE., Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 41.

Interessenkonflikten zu erkennen, ein Beschwerdemanagement für Privatkunden vorzuhalten, die Weitergabe von Berichten der Compliance-Funktion an die Geschäftsleitung sicherzustellen und die zu diesen Vorgaben getroffenen organisatorischen Maßnahmen zu bewerten und bei Bedarf zu verbessern. Die §§ 33a, 33b WpHG verpflichten die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu einer Organisation, die eine bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen erreichen und Rechtsverstöße, insbesondere Insidergeschäfte, durch Geschäfte der Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmen verhindern soll.

Daneben bestehen gem. § 34 WpHG Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten, die der Erleichterung der Überwachung der Verhaltenspflichten durch die BaFin dienen.<sup>442</sup> Weitere Pflichten werden in den §§ 34a ff. WpHG normiert. § 34a WpHG verpflichtet die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu einer getrennten Vermögensverwahrung von Kundengeldern und Wertpapieren auf Treuhandkonten. Diese spezielle Organisationspflicht ergänzt die allgemeine Organisationspflicht aus § 33 WpHG. Zudem verpflichten die §§ 34b, 34c WpHG Finanzanalysten, ihre Tätigkeit der BaFin anzuzeigen und strenge Verhaltensstandards einzuhalten.

Dem zuvor dargestellten Pflichtenkatalog der Wertpapierdienstleistungsunternehmen ähnliche, aber weniger weitreichende Verhaltens-, Organisations- und Transparenzvorschriften enthalten die §§ 31f, 31g WpHG für multilaterale Handelssysteme und die §§ 32 bis 32d WpHG für systematische Internalisierer.

Die Verhaltenspflichten nach §§ 31 ff. WpHG bedürfen einer effektiven Durchsetzung. Ein vorsätzlicher Verstoß gegen § 34b Abs. 1 S. 2 WpHG und ein vorsätzlicher oder leichtfertiger Verstoß gegen § 33a Abs. 5 S. 2, Abs. 6 Nr. 1 und 2 WpHG werden gem. § 39 Abs. 1 Nr. 5, Abs. 2 Nr. 18, Abs. 4 WpHG mit einer Geldbuße von bis zu 200.000 € geahndet. Ein vorsätzlicher oder fahrlässiger Verstoß gegen § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG wird gem. § 39 Abs. 2 Nr. 17, Abs. 4 WpHG mit einer Geldbuße von bis zu 100.000 € verfolgt. Verstöße gegen die Regelungen der §§ 31 Abs. 1 Nr. 2, 31 Abs. 5 S. 3 und 4, 33a Abs. 6 Nr. 3, 34 Abs. 3 S. 1, 34a Abs. 1 S. 1, 3 bis 5, 34b Abs. 2, 34c S. 1, 2 und 4, 36 Abs. 2 S. 1 WpHG stellen gem. § 39 Abs. 1 Nr. 6, Abs. 2 Nr. 15, 17, 19 bis 22, Abs. 4 WpHG eine mit einem Bußgeld von bis zu 50.000 €

---

<sup>442</sup> Vgl. BT-Drucks. 13/7142, S. 109.

zu ahndende Ordnungswidrigkeit dar, sofern der Verstoß vorsätzlich oder leichtfertig erfolgt. Diese Geldbußen können dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen als juristischer Person gem. § 30 OWiG und gem. § 9 OWiG einer vertretungsberechtigten/verantwortlichen natürlichen Person auferlegt werden.<sup>443</sup>

Daneben gilt es die Sanktionierung von Verstößen gegen die Pflichten der §§ 31 ff. WpHG durch das Zivilrecht zu prüfen. Ein Verstoß gegen § 31 WpHG kann in zweifacher Hinsicht einen Ersatzanspruch begründen. Zum einen begründet § 280 Abs. 1 BGB i.V.m. einem Beratungsvertrag oder einem vorvertraglichen Schuldverhältnis nach § 311 Abs. 2 BGB zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunden einen Ersatzanspruch, denn soweit § 31 WpHG Aufklärungs- und Beratungspflichten enthält, konkretisieren diese die allgemeinen (vor-)vertraglichen Pflichten.<sup>444</sup> Dies gilt insbesondere für die Pflichten aus Abs. 4 und 5, denn für diese normiert Abs. 6 eine Haftungsbeschränkung, so dass auch der Gesetzgeber von einer möglichen Haftung ausgeht. Zum anderen ergibt sich ein Ersatzanspruch aus § 823 Abs. 2 BGB. Der BGH hat die Frage, ob die §§ 31, 32 WpHG a.F., die letztlich im aktuellen § 31 WpHG n.F. aufgegangen sind, Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB darstellen, lange offen gelassen und sich in seiner neuesten Entscheidung dagegen ausgesprochen.<sup>445</sup> Diese Entscheidung kann jedoch nicht überzeugen. Die Entstehungsgeschichte der §§ 31, 32 WpHG belegt, dass diese Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB darstellen.<sup>446</sup> In dem ursprünglichen Entwurf der Bundesregierung zum WpHG waren die Wohlverhaltensregeln für Wertpapierunternehmen noch nicht enthalten.<sup>447</sup> Erst nachdem der Bundestag den Entwurf an die Ausschüsse verwies, machten diese zahlreiche Änderungsvorschläge, insbesondere die Einführung dieser Verhaltenspflichten.<sup>448</sup> Die Begründung des Ausschusses für die Einführung von Wohlverhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen

443 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 1. Aufl., Rn. 366.

444 Vgl. BGH, ZBB 2007, 193, 195; *Balzer*, WM 2000, 441, 443; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 380; *Ellenberger*, WM 2001, Sonderbeilage Nr. 1, S. 14; *Horn*, ZBB 1997, 139, 150; *Köndgen*, ZBB 1996, 361, 361; *Koller*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, Vor § 31 Rn. 19; *ders.*, ZBB 2007, 197, 200; *van Look*, ZBB 1995, 307, 310; *Reich*, WM 1997, 1601, 1604; *Rellermeyer*, WM 1995, 1981, 1986; *Schwennicke*, WM 1998, 1101, 1102.

445 Vgl. BGH, ZBB 2007, 193, 195; BGHZ 142, 345, 356; 147, 343, 353; WM 2001, 1718, 1719; WM 2004, 24, 26.

446 So im Ergebnis auch *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 380; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 160; *Horn*, ZBB 1997, 139, 149; *Koller*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, vor § 31 Rn. 17; *Köndgen*, ZBB 1996, 361; *Kumpan/Hellgardt*, DB 2006, 1714, 1716; *van Look*, ZBB 1995, 307, 310; *Reich*, WM 1997, 1601, 1604; *Schwark*, in: Schwark, KMRK, vor § 31 WpHG Rn. 9; für den Schutzgesetzcharakter der Offenlegungspflicht bei Interessenkonflikten *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 791.

447 BT-Drucks. 12/6679.

448 BT-Drucks. 12/7918.

gem. §§ 31, 32 WpHG a.F.<sup>449</sup> spricht dafür, dass mit diesen Vorschriften ein Schutz des individuellen Anlegers bezweckt werden sollte. So wird mehrfach auf das „Kundeninteresse“ abgestellt.<sup>450</sup> Dabei steht der einzelne Anleger im Vordergrund. So müssen sich die Informationen auf die „jeweilige Anlageentscheidung“<sup>451</sup> beziehen und es sind die „persönlichen Verhältnisse des Kunden“<sup>452</sup> zu berücksichtigen. Gleiches gilt für die Pflichten aus §§ 31c, 33a WpHG, denn diese konkretisieren lediglich die allgemeine Verpflichtung aus § 31 WpHG,<sup>453</sup> so dass für diese nichts anderes gelten kann.<sup>454</sup> Ein Verstoß gegen § 31d WpHG begründet ebenso einen Ersatzanspruch aus § 280 Abs. 1 BGB, da in § 31d Abs. 1 Nr. 2 WpHG eine Offenlegungspflicht normiert ist.

Keine zivilrechtliche Haftung droht dagegen bei einer Verletzung der Organisationspflichten aus §§ 33 und 33b WpHG.<sup>455</sup> Um als Konkretisierung der allgemeinen (vor-) vertraglichen Pflichten eine Haftung über § 280 Abs. 1 BGB begründen zu können, fehlt diesen Verpflichtungen der erforderliche Konkretisierungsgrad. Die Regelungen enthalten lediglich allgemeine Vorgaben für die innere Organisation des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, die noch umgesetzt werden müssen, und sind inhaltlich zu unbestimmt, um daraus Rechte des Anlegers auf Erfüllung oder Schadensersatz ableiten zu können.<sup>456</sup> Aus diesem Grund stellen die §§ 33 ff. WpHG auch keine Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB dar. Der Schutzgesetzcharakter wird abgelehnt, wenn das vermeintlich geschützte Rechtsgut in der betreffenden Norm weder als Verletzungsobjekt noch als Objekt konkreter Gefährdungen genannt wird.<sup>457</sup> So liegt es im Fall der §§ 33, 33b WpHG. Diese nennen, ihrem Charakter als Organisationspflichten entsprechend, weder das zu schützende Objekt, das Vermögen des Kunden, noch konkrete Gefährdungen desselben.

449 Damals §§ 30a, 30b WpHG.

450 BT-Drucks. 12/ 7918, S. 103.

451 BT-Drucks. 12/7918, S. 103.

452 BT-Drucks. 12/7918, S. 104.

453 Vgl. Begr. RegE. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 41, 54.

454 Vgl. zu § 33a WpHG *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 388; *Zingel*, BKR 2007, 173, 177.

455 So auch *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 388; *Kumpan/Hellgardt*, DB 2006, 1714, 1716 und zur Vorgängerregelung des § 33 WpHG a.F. BGH, BB 2001, 1865, 1867; *Balzer*, WM 2001, 1533, 1540; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 1. Aufl., Rn. 379; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 161; *Koller*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 33 Rn. 1; *Schwark*, in: Schwark, KMRK, § 33 WpHG Rn. 4.

456 *Balzer*, ZBB 1997, 260, 264; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 388.

457 BGHZ 100, 13, 15; *Wagner*, in: Münchener Kommentar, BGB, § 823 Rn. 341.

Ein Verstoß gegen die Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten aus § 34 WpHG begründet keinen Ersatzanspruch aus § 823 Abs. 2 BGB. Denn diese Verpflichtung dient laut den Materialien zur Gesetzgebung ausschließlich dazu, eine Kontrolle durch die BaFin zu ermöglichen.<sup>458</sup> Jedoch wird ein Verstoß gegen die Pflicht zur getrennten Vermögensverwahrung aus § 34a WpHG mit einer zivilrechtlichen Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 34a WpHG sanktioniert.<sup>459</sup> Es wird der Regelung des § 34a WpHG zwar teilweise der Schutzgesetzcharakter abgesprochen.<sup>460</sup> Dies kann jedoch nicht überzeugen. Vielmehr spricht der europarechtliche Hintergrund für einen Individualschutz als Gesetzeszweck.<sup>461</sup> Zudem wird in der Begründung zum Regierungsentwurf des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes klargestellt, dass eine Abänderung der bisherigen Fassung des § 34a WpHG keine Beeinträchtigung des Kundenschutzes zur Folge habe,<sup>462</sup> so dass es nahe liegt, dass gerade dieser Schutz Zweck der Regelung ist. Auch der Charakter der Regelung kann der Annahme des Schutzgesetzcharakters nicht entgegen gehalten werden, denn § 34a WpHG ist keine Organisationspflicht, sondern verpflichtet zu einem konkreten Verhalten.

Ein Verstoß gegen § 34b WpHG kann als Konkretisierung allgemeiner vertraglicher Standards eine Haftung begründen, soweit eine vertragliche Verbindung zwischen dem Finanzanalysten und dem Geschädigten besteht.<sup>463</sup> Eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB besteht dagegen nicht. Der europarechtliche Hintergrund zu § 34b WpHG spricht zwar für eine subjektive Rechtsposition des Anlegers und damit für einen Schutzgesetzcharakter.<sup>464</sup> Doch die Regelung hat Finanzanalysen bzw. deren Zusammenfassungen zum Gegenstand, die einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden sollen. Bei einem so unbestimmten Kreis von Adressaten ist schon vom Wortlaut her kein Individualschutz bezweckt.<sup>465</sup>

458 Begr. RegE. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 63; so auch der Bericht des Finanzausschusses zur Vorgängerregelung, BT-Drucks. 12/7918, S. 105.

459 *Grundmann*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, HGB, BankR VI Rn. 286; *Klanten*, EWiR 2004, 1217, 1218; *Koller*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 34a Rn. 1; *Kumpan/Hellgardt*, DB 2006, 1714, 1720.

460 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 399; *Möllers*, in: Möllers/Hirte, KölnKomm WpHG, § 34a Rn. 94; *Schwark*, in: Schwark, KMRK, § 34a WpHG Rn. 2; *Weber*, NJW 2000, 2061, 2074.

461 Vgl. Erwägungsgrund 26 der Richtlinie 2004/39/EG.

462 Vgl. Begr. RegE. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 66.

463 Vgl. zu den inhaltlichen Anforderungen an die Verhaltenspflichten des Finanzanalysten Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV) v. 17.12.2004, BGBl. I 2004, S. 3522, geändert durch 1. Änderungsverordnung zur Finanzanalyseverordnung v. 20.7.2007, BGBl. I 2007, S. 1427 und *Möllers/Lebherz*, BKR 2007, 349, 352 ff.

464 Vgl. Erwägungsgrund 17 und 31 der Richtlinie 2004/39/EG; Erwägungsgrund 2 der Richtlinie 2003/6/EG; so auch *Koller*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 34b Rn. 129.

465 *Möllers*, in: Möllers/Hirte, KölnKomm WpHG, § 34b Rn. 285; ähnlich *Buck-Heeb*,

Insgesamt stellen die Verhaltens- und Organisationspflichten der §§ 31 ff. WpHG einen wichtigen Baustein im Gesamtkonzept der anlegerschützenden Regelungen dar. Anders als die Publizitätspflichten setzen diese Pflichten nicht an dem einzelnen Anleger an, sondern verpflichten das Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Damit wird eine offene Flanke im Anlegerschutz geschlossen. Durch die Publizitätspflichten soll es dem Anleger ermöglicht werden, in Kenntnis der zutreffenden Tatsachen eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung zu treffen. Es ist jedoch auch denkbar, dass beim einzelnen Anleger mangels Fachkenntnissen oder aus anderen Gründen die aus den Publizitätspflichten resultierenden Informationen nur wenig zu seinem Schutze beitragen können. Dann wird er sich, wenn er trotzdem am Kapitalmarkt teilnehmen möchte, auf die Hilfe von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, insbesondere insoweit tätige Kreditinstitute zurückgreifen. In diesen Fällen wird er durch die §§ 31 ff. WpHG geschützt. Dabei gewährt das ausdifferenzierte System an Verhaltens- und Organisationspflichten mit unterschiedlichen Schutzniveaus nach Anlegerklassen einen guten Schutz des Anlegers. Die strafrechtlichen und insbesondere die zivilrechtlichen Sanktionen gewährleisten, neben der Aufsicht durch die BaFin, eine effektive Durchsetzung der Pflichten.

#### **h) Verbot der Marktmanipulation**

In § 20a WpHG ist das Verbot der Marktmanipulation geregelt. Das Verbot soll das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Kapitalmärkte schützen.<sup>466</sup> Es erfasst beide Segmente, den regulierten Markt und den Freiverkehr/Open Market (§ 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG). § 20a Abs. 1 WpHG enthält drei Varianten des Manipulationsverbotes. Nach der ersten Variante, § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, sind unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, verboten, wenn die Angaben geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedsstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken. Die Angaben müssen also zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis geeignet sein. Dabei ist anders als bei § 13 WpHG eine Eignung zur *erheblichen* Einwirkung nicht erforderlich. Die Angaben müssen nur generell zur Preiseinwirkung tauglich sein. Es ist

---

Kapitalmarktrecht, Rn. 408; *Schwark*, in: Schwark, KMRK, § 34b WpHG Rn. 16.  
466 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 270.



dabei auf die Sichtweise eines verständigen Anlegers abzustellen.<sup>467</sup> Zudem müssen sich die Angaben auf Umstände beziehen, die für die Bewertung des Finanzinstruments erheblich sind. Dieses Tatbestandsmerkmal wurde von dem § 88 BörsG a.F. übernommen. In der damaligen Regelung diente es der Ausscheidung von Bagatellfällen. Die Übernahme dieses Merkmals spricht dafür, dass es diese Funktion auch im Rahmen des § 20a WpHG erfüllen soll. Für die Beurteilung, ob ein Umstand bewertungserheblich ist, ist auf die Verkehrsauffassung abzustellen.<sup>468</sup> Des weiteren enthält § 2 MaKonV<sup>469</sup> eine genauere Bestimmung der bewertungserheblichen Umstände. Zudem verbietet § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG ein Verschweigen bewertungserheblicher Umstände, sofern eine Rechtspflicht zu deren Offenbarung bestand und das Verschweigen zur Preiseinwirkung geeignet ist.

In seiner zweiten Verbotsvariante verbietet § 20a Abs. 1 WpHG Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG). In § 3 MaKonV ist näher konkretisiert, wann Anzeichen für falsche oder irreführende Signale oder ein künstliches Preisniveau vorliegen. § 20a Abs. 2 WpHG enthält einen Ausnahmetatbestand zu dem Verbot nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG. Danach ist eine Handlung erlaubt, wenn sie mit der zulässigen Marktpraxis auf dem betreffenden Markt vereinbar ist und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat. Dabei entscheidet die BaFin über eine Anerkennung als zulässige Marktpraxis (§ 20a Abs. 2 S. 2 WpHG).<sup>470</sup>

Daneben sind gem. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG sonstige Täuschungshandlungen verboten, die geeignet sind auf den Börsen- oder Marktpreis auf den genannten Märkten einzuwirken. Die sonstigen Täuschungshandlungen sind in § 4 MaKonV näher konkretisiert. So ist nach § 4 Abs. 1 MaKonV eine sonstige Täuschungshandlung eine Handlung oder Unterlassung, die geeignet ist, den verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse an einer Börse oder einem Markt in die Irre zu führen und den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments hoch- oder herunterzu-

467 Emittentenleitfaden der BaFin vom 15. Juli 2005, Ziff. VI.3.2.5.

468 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 279.

469 Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktpreismanipulation (MaKonV) vom 1. März 2005, BGBl. I 2005, S. 515.

470 Das Verfahren zur Anerkennung als zulässige Marktpraxis ist in den §§ 7-10 MaKonV geregelt.

treiben oder beizubehalten. Damit stellt § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG einen Auffangtatbestand dar. Daher lässt sich insgesamt feststellen, dass der Tatbestand des § 20a Abs. 1 WpHG sehr weit ist, alle denkbaren Marktpreismanipulationen erfasst und so einen umfassenden Schutz gewährleistet. Dieser weitgehende Schutz wird nur dadurch eingeschränkt, dass § 20a Abs. 3 WpHG bestimmte Handlungen vom Verbot ausnimmt.

Dieses vom Tatbestand her weite Verbot bedarf auch einer tatsächlichen Durchsetzung. Zum einen dient die Anzeigepflicht nach § 10 Abs. 1 WpHG der Durchsetzung des Verbots der Marktmanipulation. Danach besteht eine Mitteilungspflicht an die BaFin, wenn der begründete Verdacht eines Verstoßes gegen § 20a WpHG vorliegt. Zum anderen dient eine strafrechtliche Sanktionierung der Durchsetzung des durch § 20a WpHG normierten Verbots. Ein Verstoß gegen die Verbote des § 20a Abs. 1 WpHG wird gem. § 38 Abs. 2 WpHG als Straftat verfolgt, wenn die Begehung der Tat vorsätzlich erfolgte und durch die Tathandlung tatsächlich auf den Börsen- und Marktpreis eingewirkt wurde. Diese Straftat wird mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe verfolgt. Problematisch erscheint das Erfordernis einer tatsächlichen Einwirkung auf den Kurs. So muss der Nachweis der Kausalität erbracht werden.<sup>471</sup> Doch der BGH hat klargestellt, dass an den Beweis einer tatsächlichen Einwirkung auf den Kurs keine überspannten Anforderungen gestellt werden dürfen.<sup>472</sup> Zudem hält die Kapitalmarkttheorie wissenschaftlich gesicherte Möglichkeiten bereit, den Beweis einer kausalen Kurseinwirkung zu führen.<sup>473</sup> Der Beweis einer tatsächlichen Einwirkung auf den Kurs erscheint damit durchaus möglich, so dass die Strafandrohung durch § 38 Abs. 2 WpHG seine Sanktionswirkung entfalten kann.

Wenn nicht tatsächlich auf den Börsen- oder Marktpreis eingewirkt wurde, stellen die Verstöße gegen § 20a Abs. 1 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar. So wird ein vorsätzlicher Verstoß gegen § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3 WpHG gem. § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldstrafe von bis zu 1.000.000 € geahndet. Ein vorsätzlicher oder leichtfertiger Verstoß gegen § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG wird gem. § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG ebenso bestraft. Damit stellen

471 Hier hat sich die instanzgerichtliche Rechtsprechung schwer getan und z.T. eine Marktteilnehmerbefragung verlangt, um den Nachweis der Kausalität zu erbringen; vgl. LG München I, NJW 2003, 2328, 2330.

472 BGHSt 48, 375, 384.

473 Vgl. *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000 ff.; *Vogel*, in: Assmann/U.H. Schneider, WpHG, § 38 Rn. 19 ff.

Verstöße gegen § 20a Abs. 1 WpHG in erster Linie Ordnungswidrigkeiten dar. Nur unter zusätzlichen Voraussetzungen sind Verstöße als Straftaten sanktioniert. Dies erscheint auf den ersten Blick eine Verschlechterung der strafrechtlichen Sanktion im Vergleich zu § 88 BörsG a.F., denn dieser stellte jedes tatbestandsmäßige Verhalten unter Strafe. Doch mit der Herabstufung zur Ordnungswidrigkeit wird eine Verbesserung der Strafverfolgung erreicht. Denn nun sind in erster Linie nicht mehr die Staatsanwaltschaften zuständig, sondern die BaFin. Damit wird die Einhaltung des § 20a WpHG künftig bundesweit von der Behörde überwacht, die auch für die Verhängung der Geldbußen zuständig ist und deshalb sofort auf einen festgestellten Verstoß reagieren kann.<sup>474</sup>

Daneben könnte die Durchsetzung des Verbots der Marktmanipulation durch eine zivilrechtliche Sanktion forciert werden. Das WpHG enthält keine spezielle Haftungsregelung für einen Verstoß gegen § 20a Abs. 1 WpHG. Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG setzt voraus, dass § 20a WpHG ein Schutzgesetz ist und also auch dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist. Zu dieser Frage äußern sich die Gesetzesmaterialien nicht eindeutig. Bei der Vorgängerregelung zu § 20a WpHG, dem § 88 BörsG a.F., wurde der Schutz der Individualinteressen überwiegend lediglich als Rechtsreflex eingestuft.<sup>475</sup> Da sich durch die Verlagerung des § 88 BörsG a.F. in das WpHG keine fundamentalen Änderungen ergeben, sprechen die zur Einordnung des § 88 BörsG a.F. vorgebrachten Argumente auch für den § 20a WpHG gegen eine Einordnung als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB.<sup>476</sup> Für eine zivilrechtliche Haftung verbleibt daher nur ein Anspruch aus § 826 BGB. Gegen einen Schutz durch diesen Anspruch bestehen jedoch die schon oben genannten Bedenken.<sup>477</sup> Die zivilrechtliche Sanktionierung ist damit mangelhaft und kann keine effektive Durchsetzung des Verbots des § 20a WpHG garantieren.

Insgesamt bietet der Schutz der Anleger durch § 20a WpHG ein ambivalentes Bild. Der Tatbestand ist sehr weit und könnte einen umfassenden Schutz gewährleisten. Doch die zivilrechtliche Sanktionierung ist mangelhaft. Die tatsächliche Durchsetzung stützt sich daher auf die strafrechtliche Sanktionierung und die Aufsichtstätigkeit der BaFin.

474 *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1876; vgl. auch BT-Drucks. 14/8017, S. 64; 14/8601, S. 20.

475 BVerfG, ZIP 2002, 1986; OLG München, ZIP 2002, 1989; *Barnert*, WM 2002, 1473 ff.; *Groß*, WM 2002, 477, 484.

476 *Barnert*, WM 2002, 1473, 1483; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 291.

477 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. a), b).

## i) Prospekte

Prospekte dienen der Information der Anleger über Wertpapiere. Sie stellen damit ein weiteres Element der Publizitätsanforderungen dar. Für den Bereich dieser Untersuchung sind die Verpflichtung zur Prospekterstellung, die inhaltlichen Anforderungen und die Rechtsfolgen maßgeblich im Wertpapierprospektgesetz (WpPG), im Wertpapier-Verkaufprospektgesetz (VerkProspG) und im Börsengesetz (BörsG) geregelt.

Es besteht nach § 3 Abs. 1 WpPG eine Prospektpflicht für das öffentliche Angebot von Wertpapieren im Inland. Der Begriff des öffentlichen Angebots ist in § 2 Nr. 4 WpPG legal definiert. Daneben besteht gem. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG eine Prospektpflicht für die Zulassung eines Wertpapiers zum Handel am regulierten Markt der Börse. Die Anforderungen an Prospekte sind im WpPG geregelt und gelten sowohl für die Prospekte für öffentliche Angebote als auch für Prospekte, die der Zulassung zu einem organisierten Markt der Börse dienen sollen. Nach § 5 Abs. 1 S. 1 WpPG muss der Prospekt grundsätzlich sämtliche Angaben enthalten, die im Hinblick auf den Emittenten und die öffentlich angebotenen oder zum Handel an einem organisierten Markt zuzulassenden Wertpapiere notwendig sind, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte zu ermöglichen. In formeller Hinsicht kann der Prospekt als einteiliges<sup>478</sup> oder dreiteiliges Dokument (Registrierungsformular, Wertpapierbeschreibung, Zusammenfassung) erstellt werden (§ 12 Abs. 1 WpPG). Im Hinblick auf den Inhalt des Prospektes verweist das WpPG in § 7 WpPG auf die EU-Prospektverordnung<sup>479</sup>. Diese enthält Kataloge von Pflichtangaben, die je nach Art der Wertpapiere und des Emittenten variieren.<sup>480</sup> Zudem müssen auch alle wesentlichen außerhalb des Prospekts verbreiteten Informationen, die sich an qualifizierte Anleger oder besondere Anlegergruppen richten, allen anderen Anlegergruppen, an die sich das Angebot richtet, mitgeteilt und in den Prospekt aufgenommen werden (§ 15 Abs. 5 S. 2 WpPG).<sup>481</sup> Der Prospekt unterliegt einer Billigung durch die BaFin.

478 Es ist jedoch auch beim einteiligen Prospekt eine Zusammenfassung erforderlich, § 5 Abs. 2 S. 1 WpPG.

479 VO (EG) Nr. 809 der Kommission in der Fassung vom 16.6.2004, ABl. Nr. L 215/3 (Berichtigung der ursprünglichen Fassung v. 29.4.2004).

480 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 634; *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1671; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 507; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 502.

481 Dies betrifft vor allem sog. Roadshows und Analystenpräsentationen; vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 606 m.w.N.

Diese überprüft den Prospekt gem. § 13 Abs. 1 WpPG auf seine Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit. Dabei erfolgt jedoch keine Überprüfung der inhaltlichen Richtigkeit des Prospekts oder der Bonität des Emittenten.<sup>482</sup> Sollte zwischen der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt bzw. dem Ende des öffentlichen Angebots eine wesentliche Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit festgestellt werden, so besteht eine Nachtragspflicht (§ 16 Abs. 1 S. 1 WpPG). Nach der Billigung durch die BaFin ist der Prospekt gem. § 14 WpPG bei der BaFin zu hinterlegen und zu veröffentlichen. Nach seiner Veröffentlichung ist der Prospekt zwölf Monate gültig (§ 9 Abs. 1 WpPG).

Nun stellt sich die Frage nach den Folgen eines Verstoßes gegen die Prospektpflicht. So enthält § 30 WpPG einen Katalog an Bußgeldvorschriften. Daneben ist in zivilrechtlicher Hinsicht zu beachten, dass auch bei einem Verstoß gegen die Prospektpflicht die abgeschlossenen Kaufverträge wirksam bleiben, denn die Regelungen der Prospektpflicht stellen keine Verbotsgesetze i.S.v. § 134 BGB dar.<sup>483</sup> Eine zivilrechtliche Haftung für Verstöße gegen die Prospektpflicht regelt das WpPG dagegen nicht. Die Haftung für einen unrichtigen oder unvollständigen Prospekt richtet sich im Falle einer Börsenzulassung nach den §§ 44 ff. BörsG. Voraussetzung für eine Haftung nach § 44 Abs. 1 BörsG ist, dass bei einem Zulassungssprospekt gem. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG oder einer dem gleichgestellten Darstellung (§ 44 Abs. 4 BörsG) wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind. Haftungsadressaten sind diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben (Anbieter sowie die im Prospekt ausdrücklich genannten Gesamtverantwortlichen)<sup>484</sup> und diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht (Personen, die hinter dem Prospekt stehen und dessen tatsächliche Urheber sind)<sup>485</sup> als Gesamtschuldner. Weitere Voraussetzung ist, dass die Wertpapiere innerhalb von sechs Monaten nach Veröffentlichung des Prospekts und erstmaliger Einführung der Wertpapiere erworben wurden. Es ist zudem auch ein Verschulden des Haftungsadressaten erforderlich (§ 45 Abs. 1 BörsG). Die Beweislast trägt jedoch der Haftungsadressat. Außerdem darf kein Haftungsausschluss nach § 45 Abs. 2 BörsG vorliegen. Bei der Rechtsfolge differenziert der § 44 BörsG. Ist der Erwerber noch Inhaber der Wertpapiere, kann er gem. § 44 Abs. 1 BörsG die Über-

---

482 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 638 m.w.N.

483 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 645.

484 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 615.

485 *Fleischer*, BKR 2004, 339, 343 f.

nahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen. Ist der Erwerber nicht mehr Inhaber der Wertpapiere, kann er gem. § 44 Abs. 2 BörsG die Differenz zwischen dem Erwerbspreis, soweit dieser den ersten Ausgabepreis nicht überschreitet, und dem Veräußerungspreis und Ersatz der mit dem Erwerb und der Veräußerung verbundenen üblichen Kosten verlangen. Andere Anspruchsgrundlagen beschränkt § 47 Abs. 2 BörsG auf vertragliche Ansprüche und Ansprüche aus unerlaubter Handlung, soweit Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Die zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Prospekte bei öffentlichen Angeboten ist in § 13 VerkProspG geregelt; die Haftung für fehlende Prospekte bei öffentlichen Angeboten in § 13a VerkProspG. Die Haftung nach § 13 VerkProspG richtet sich, abgesehen von einigen in § 13 VerkProspG genannten Besonderheiten, nach den §§ 44 ff. BörsG. Die Haftung aus § 13a VerkProspG ist dort spezialgesetzlich normiert, ähnelt dieser jedoch weitgehend.

Insgesamt besteht eine umfassende Prospektpflicht. Es müssen sowohl für eine Börsenzulassung als auch für öffentliche Angebote von Wertpapieren Prospekte erstellt werden. Diese müssen inhaltlich so ausgestaltet sein, dass sich der Anleger ein zutreffendes Urteil über das Wertpapier bilden kann.<sup>486</sup> Auf der Rechtsfolgende ist jedoch die Beschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit, die kurze Verjährung und die Beschränkung anderer Anspruchsgrundlagen durch § 47 Abs. 2 BörsG negativ zu bemerken. Dabei ist jedoch zu beachten, dass das Verschulden vermutet wird. Zudem ist der Kreis der Haftungsadressaten sehr weit. Es haften nicht nur die Prospektverantwortlichen (Emittenten, Mitgliedsbanken eines Emissionskonsortiums), sondern auch die Prospektveranlasser, also Initiatoren und Hintermänner. Negativ dagegen fällt auf, dass nur der Erwerbspreis erstattet und kein voller Schadensersatz gewährt wird.

## **j) Anlegerschutz bei Übernahmen**

Die Interessen der Anleger sollen bei Übernahmen durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) geschützt werden. Gerade in dieser für Minderheitsaktionäre kritischen Situation bedürfen sie des Schutzes. Das WpÜG ersetzt den Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission. Dieser konnte sich aufgrund mangelnder Anerkennung in der Praxis und fehlender Sanktionsmöglichkeiten nicht etablieren. Das WpÜG verfolgt vier Ziele: Es soll ein faires und geordnetes Angebots-

---

<sup>486</sup> Vgl. § 5 Abs. 1 S. 1 WpPG.

verfahren sicherstellen, ohne dabei Übernahmen zu fördern oder zu verhindern. Zudem soll es die Information und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber verbessern und die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären bei Übernahmen stärken. Dabei soll sich das WpÜG an international üblichen Standards orientieren.<sup>487</sup>

Das WpÜG regelt die Angebote zum Erwerb von Wertpapieren. Dabei gilt es nur für öffentliche Angebote (§ 2 Abs. 1 WpÜG)<sup>488</sup> und nur für Wertpapiere, die am organisierten Markt, also dem regulierten Markt, zugelassen sind (§§ 1, 2 Abs. 7 WpÜG). Das WpÜG unterscheidet drei verschiedene Angebotsarten: Einfache öffentliche Erwerbsangebote sind freiwillige Angebote zum Erwerb einer Beteiligung, die unterhalb der Kontrollschwelle bleibt.<sup>489</sup> Die Kontrollschwelle ist – unabhängig von der konkreten Satzung der Zielgesellschaft – gesetzlich in § 29 Abs. 2 WpÜG normiert. Danach bedeutet Kontrolle das Halten von mindestens 30 v.H. der Stimmanteile der Zielgesellschaft. Für diese Angebote gelten die Regelungen des dritten Abschnitts, die §§ 10-28 WpÜG. Übernahmeangebote sind freiwillige öffentliche Erwerbsangebote, die auf Erlangung der Kontrollmehrheit an einer bestimmten Zielgesellschaft gerichtet sind (§ 29 Abs. 1 WpÜG). Für diese gelten neben den Regelungen des Abschnitts 3, als zusätzliche Anforderungen die Regelungen des vierten Abschnitts, die §§ 29-34 WpÜG. Daneben stellt das sog. Pflichtangebot einen Sonderfall dar. Ein solches Pflichtangebot hat derjenige abzugeben, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle an der Zielgesellschaft erlangt hat, ohne zuvor ein Übernahmeangebot gemacht zu haben (§§ 35 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1, Abs. 3 WpÜG). Für Pflichtangebote gelten die Regelungen des dritten und vierten Abschnitts und zusätzlich die Regelungen des fünften Abschnitts (§§ 35-39 WpÜG).

Bei allen Angeboten ist ein Angebotsverfahren zu durchlaufen. Der Bieter hat gem. § 10 WpÜG bereits die Entscheidung über die Abgabe eines Angebots der BaFin und den Geschäftsführern der relevanten Börsen mitzuteilen (§ 10 Abs. 2 WpÜG). Außerdem hat er die Entscheidung zu veröffentlichen (§ 10 Abs. 1 WpÜG) und dem Vorstand der Zielgesellschaft schriftlich mitzuteilen (§ 10 Abs. 5 WpÜG). Die Pflichten

---

487 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 507.

488 Der Begriff des Öffentlichen Angebots ist nicht klar. So hat der Gesetzgeber auf eine gesetzliche Definition des Begriffs „öffentlich“ bewusst verzichtet. Vgl. zur Auslegung des Begriffs *Oechsler*, in: *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 2 Rn. 1 ff.; *Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG, § 2 Rn. 25 ff.

489 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 517.

aus § 10 WpÜG gelten für Pflichtangebote modifiziert. In §§ 35 Abs. 2, 39 WpÜG finden sich Spezialregelungen. Um Publizität und Transparenz herzustellen muss der Bieter eine Angebotsunterlage veröffentlichen (§ 11 Abs. 1 WpÜG). Diese Angebotsunterlagen (sog. Prospekt) muss er der BaFin zur Prüfung übermitteln, veröffentlichen und der Zielgesellschaft übermitteln (§ 14 WpÜG). Der Prospekt muss detaillierte Angaben zur Information der Aktionäre enthalten. Die Anforderungen an diese Angaben werden in § 11 Abs. 2, 3 und § 3 WpÜG-Angebotsverordnung<sup>490</sup> konkretisiert. Das Angebot muss bindend sein. Nur die in § 21 WpÜG normierten Änderungen sind ausnahmsweise noch möglich.

Der Bieter haftet nach § 12 WpÜG für die Richtigkeit der Angebotsunterlage. Nach § 12 Abs. 1 WpÜG kann derjenige, der im Rahmen einer öffentlichen Übernahme ein Angebot angenommen hat, Ersatz des ihm aus der Annahme des Angebots entstandenen Schadens verlangen, wenn für die Beurteilung des Angebots wesentliche Angaben der Angebotsunterlage unrichtig oder unvollständig sind. Daneben kann eine Haftung der Bank aus § 13 Abs. 2 WpÜG treten. Bei einem Angebot, das eine Geldleistung als Gegenleistung beinhaltet, muss der Bieter eine schriftliche Finanzierungsbestätigung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens beibringen (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG). Inhalt dieser Bestätigung ist, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs zur Verfügung stehen. Sollte der Bieter diese Maßnahmen nicht getroffen haben und fehlen ihm nun die notwendigen Mittel, dann besteht nach § 13 Abs. 2 WpÜG ein Anspruch der Aktionäre der Zielgesellschaft auf Schadensersatz gegen das bestätigende Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben auf die Angebotsunterlage zu reagieren. Sie müssen nach § 27 Abs. 1 WpÜG eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abgeben. Fraglich ist, ob Vorstand/Aufsichtsrat für eine fehlerhafte Stellungnahme haften. Mangels einer Spezialregelung könnte man § 12 WpÜG analog anwenden. Doch der Gesetzgeber hat bewusst auf eine Haftung für die Fehlerhaftigkeit der Stellungnahme verzichtet.<sup>491</sup> Es fehlt daher an einer planwidrigen Regelungslücke.

---

490 Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27. Dezember 2001, BGBl. I 2001, S. 4263.

491 Krause/Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 143.



An diesem Argument scheitert auch eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 27 WpÜG. Denn wenn der Gesetzgeber bewusst auf eine solche Haftung verzichtet hat, dann sollte dieser Wille nicht durch eine Einordnung von § 27 WpÜG als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB konterkariert werden.<sup>492</sup> Daneben kann sich jedoch eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 263, 266 StGB und aus § 826 BGB ergeben.

Für Übernahme- und Pflichtangebote bestehen daneben spezielle Regelungen. Der Bieter ist nach § 35 Abs. 1 WpÜG verpflichtet, die unmittelbare oder mittelbare Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft zu veröffentlichen. Zudem muss er gem. § 35 Abs. 2 WpÜG innerhalb von vier Wochen nach dieser Veröffentlichung eine Angebotsunterlage an die BaFin übermitteln und diese veröffentlichen. Kommt der Bieter diesen Pflichten nicht nach, wird dieser Verstoß gegen § 35 Abs. 1, Abs. 2 WpÜG gem. § 59 WpÜG mit einem Rechtsverlust sanktioniert und das Angebot ist von der BaFin gem. § 15 Abs. 1 WpÜG zu untersagen. Zudem ist der Bieter nach § 38 WpÜG für die Dauer des Verstoßes zu Zinszahlungen an die Aktionäre der Zielgesellschaft verpflichtet. Zusätzlich kann die BaFin diesen Gesetzesverstoß gem. § 60 Abs. 1 Nr. 1 lit. a), Nr. 2 lit. a) und b), Nr. 3, Nr. 4, Nr. 5 WpÜG mit einer Geldbuße von bis zu 1.000.000 € ahnden.

Zudem ist fraglich, ob der einzelne Aktionär einen zivilrechtlichen Anspruch gegen den Bieter auf Abnahme der Aktien zu den Konditionen gem. §§ 3 ff. WpÜG-Angebotsverordnung hat. Als mögliche Anspruchsgrundlagen werden § 35 Abs. 2 WpÜG, § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 35 WpÜG, § 826 BGB und die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht genannt.<sup>493</sup> Gegen § 35 WpÜG als Anspruchsgrundlage spricht der Wortlaut und der Zweck der Vorschrift. Die Regelung soll in erster Linie die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte schützen. Der Schutz kommt den Anlegern lediglich als Rechtsreflex zugute.<sup>494</sup> Diese Argumente rechtfertigen auch eine Ablehnung von § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 35 WpÜG als Anspruchsgrundlage. Die Vertreter eines Anspruchs auf Grundlage der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht argumentieren damit, dass § 38 WpÜG einen Zinsanspruch begründe, dem ein Hauptanspruch

492 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 554; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 151.

493 *v. Bülow*, in: Hirte/v. Bülow, Kölner Kommentar, WpÜG, § 35 Rn. 199; *Ekkenga/Schulz*, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 35 Rn. 75; *Ihrig*, ZHR 167 (2003), 315, 348 f.; *Mülbart/U.H. Schneider*, WM 2003, 2301, 2308; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, § 35 Rn. 28 f.; *Tschauner*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 59 Rn. 77 ff.

494 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

zugrunde liegen müsse.<sup>495</sup> Dem ist jedoch entgegen zu halten, dass § 38 WpÜG einen eigenständigen Anspruch begründet, der tatbestandlich an die Gegenleistung nach § 31 WpÜG anknüpft und das Bestehen eines Anspruchs auf die Gegenleistung gerade nicht voraussetzt.<sup>496</sup> Es besteht damit kein zivilrechtlicher Anspruch gegen den Bieter auf Abkauf der Aktien.

Anders als beim einfachen Angebot, steht die Höhe der Gegenleistung beim Übernahme- und Pflichtangebot nicht im Belieben des Bieters. Er hat gem. § 31 Abs. 1 WpÜG bzw. §§ 39, 31 Abs. 1 WpÜG eine angemessene Vergütung anzubieten. § 31 WpÜG enthält zwingende Bestimmungen hinsichtlich Höhe und Art der anzubietenden Gegenleistung.<sup>497</sup> Eine weitere Konkretisierung der Anforderungen findet sich in den §§ 3-7 WpÜG-Angebotsverordnung. Auch bei einem übernahmerechtlichen Squeeze-out muss die Abfindung diesen Anforderungen entsprechen (§ 39a Abs. 3 WpÜG).

Zudem bestehen bei Übernahmeangeboten spezielle Verhaltenspflichten für den Vorstand der Zielgesellschaft. Dieser darf gem. § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen mehr vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Grund dieses Verhinderungsverbots ist es, dass die Aktionäre über das Angebot entscheiden sollen.<sup>498</sup> § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG normiert Ausnahmen von diesem Verbot. Ein Verstoß gegen § 33 Abs. 1 WpÜG stellt eine Ordnungswidrigkeit dar und kann gem. § 60 Abs. 1 Nr. 8, Abs. 3 WpÜG mit einer Geldbuße von bis zu 1.000.000 € geahndet werden. Daneben ist fraglich, ob Aktionäre gegen das Vorstandsmitglied, das gegen § 33 Abs. 1 WpÜG verstoßen hat, zivilrechtliche Ansprüche geltend machen können. Ein Anspruch aus § 93 Abs. 2 AktG kommt nicht in Betracht, denn § 93 Abs. 2 AktG normiert lediglich einen Ersatzanspruch der Gesellschaft gegen das handelnde Vorstandsmitglied.<sup>499</sup> Fraglich ist, ob sich aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m.

---

495 Mülbert/U.H. Schneider, WM 2003, 2301, 2305 f.

496 Krause/Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 256; Kremer/Oesterhaus, in: Hirte/v. Bülow, Kölner Kommentar, WpÜG, § 38 Rn. 25; Schnorbus, WM 2003, 657, 663.

497 Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 562.

498 Es besteht für den Vorstand der Zielgesellschaft eine Vielzahl von Verhaltensweisen, um die Übernahme zu erschweren. So kann der Vorstand z.B. wesentliche, für den Bieter besonders wichtige Teile des Gesellschaftsvermögens veräußern oder kartellrechtliche Probleme schaffen, indem er ein Unternehmen erwirbt, dass mit dem Bieter in direktem Wettbewerb steht. Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 14/7034, S. 57 f.

499 Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 581.

§ 33 Abs. 1 WpÜG ein Schadensersatzanspruch ergibt. Gegen die Einordnung von § 33 Abs. 1 WpÜG als Schutzgesetz wird eingewandt, dass das Verhinderungsverbot nur eine nach § 93 AktG zu beurteilende Verhaltenspflicht darstelle und es sich bei § 93 AktG nicht um ein Schutzgesetz i.S.v § 823 Abs. 2 BGB handle.<sup>500</sup> Dem ist jedoch entgegen zu halten, dass § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG gerade eine Einschränkung der Geschäftsführungsbefugnisse des Vorstands darstellt. Diese Einschränkung soll dem Schutz der Anleger dienen. Es soll ihnen ermöglicht werden, in Kenntnis der Sachlage über das Übernahmeangebot zu entscheiden.<sup>501</sup> § 33 Abs. 1 WpÜG ist daher ein Schutzgesetz i.S.v § 823 Abs. 2 BGB.<sup>502</sup> Daneben kann ein Ersatzanspruch noch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. strafrechtlichen Normen und aus § 826 BGB bestehen.

Insgesamt erscheint der Schutz der Anleger bei Unternehmensübernahmen durch das WpÜG recht weitgehend. Besonders negativ ins Auge springt lediglich der Umstand, dass es bei Pflichtangeboten keinen zivilrechtlichen Anspruch auf Abnahme der Aktien gibt. Dies hat zur Folge, dass der Anleger in dem Fall, dass der Bieter es unterlässt ein Pflichtangebot abzugeben, auf die Durchsetzung dieser Pflicht durch die BaFin angewiesen ist.<sup>503</sup> Der Zinsanspruch aus § 38 WpÜG und der Rechtsverlust für den Bieter aus § 59 WpÜG stellen keine angemessene Kompensation für dieses Durchsetzungs- und Rechtsschutzdefizit.<sup>504</sup> Es ist jedoch zuzugeben, dass der Rechtsverlust nach § 59 WpÜG den Minderheitsaktionär vor der Gefahr einer Majorisierung durch den (erfolgreichen) Bieter bewahrt.<sup>505</sup> Zudem wird der Aktionär noch durch den konzernrechtlichen Schutz der §§ 291 ff., 311 ff. AktG vor einer Schädigung der Gesellschaft durch einen herrschenden Aktionär bzw. das herrschende Unternehmen geschützt.<sup>506</sup> Die Tatsache, dass bei fehlerhaften Stellungnahmen des Vorstands bzw. des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft kein zivilrechtlicher Ersatzanspruch für die Anleger besteht, wiegt dagegen nicht so schwer. Denn die begründete Stellungnahme nach § 27 WpÜG ist für den Anleger nicht die einzige, und erst recht nicht die wichtigste Informationsquelle. Beachtenswert ist dagegen der Umstand, dass mittlerweile einige Fonds gezielt in Über-

---

500 *Steinmeyer/Häger*, § 33 Rn. 46; Im Ergebnis zustimmend *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 581; *Krause/Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG, § 33 Rn. 316; *Schwennicke*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, § 33 Rn. 88.

501 *Begr. RegE.*, BT-Drucks. 14/7034, S. 57.

502 So auch *Ekkenga*, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 33 Rn. 37, 11.

503 *Mülbert/U.H. Schneider*, WM 2003, 2301, 2302 f.

504 Vgl. *Mülbert/U.H. Schneider*, WM 2003, 2301, 2303.

505 *Cahn*, ZHR 167, 262, 268.

506 Vgl. *Altmeppen*, ZIP 2001, 1073, 1082.

nahmekandidaten investieren.<sup>507</sup> Es kann um den Schutz der Anleger bei Übernahmen nicht schlecht bestellt sein, wenn Investitionen in Übernahmekandidaten gezielt zur Gewinnerzielung getätigt werden.

#### **k) Persönliche Haftung der Organmitglieder**

Einen wichtigen Beitrag zum Anlegerschutz könnte eine persönliche Haftung der Organmitglieder für Fehlinformationen des Kapitalmarkts leisten. Zum einen würde die Möglichkeit einer persönlichen Haftung bei den Organmitgliedern eine Präventionswirkung entfalten.<sup>508</sup> Zum anderen stünde den Anlegern ein weiterer Haftungsadressat zur Verfügung. Dies ist insbesondere in Fällen der Insolvenz der Gesellschaft relevant.<sup>509</sup> Dieser Umstand erscheint um so wichtiger, weil es gerade kurz vor der Insolvenz eines Unternehmens in erhöhtem Maße zu Täuschungen des Kapitalmarkts kommt. In einer schwierigen Situation für das Unternehmen droht den Managern ohnehin der Verlust des Arbeitsplatzes. Dann wird die Täuschung des Kapitalmarkts zum kalkulierten Mittel, den Untergang des Unternehmens doch noch abzuwenden (sog. last-period-Phänomen).<sup>510</sup> Nun stellt sich die Frage, ob und in welchem Umfang eine persönliche Haftung der Organmitglieder für Fehlinformationen des Kapitalmarkts möglich ist.

Eine Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen ist in §§ 37b, 37c WpHG geregelt. Diese Haftung erfasst jedoch nur den Emittenten, nicht die Organmitglieder. Eine direkte oder analoge Anwendung von §§ 37b, 37c WpHG scheidet aus, da sich der Gesetzgeber in Kenntnis einer rechtspolitischen Diskussion, die auch eine unmittelbare Haftung der Organe vorgeschlagen hat, für eine ausschließliche Haftung des Emittenten entschieden hat. Es könnte sich eine persönliche Haftung des Vorstands jedoch aus § 830 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 BGB ergeben. Die §§ 37b, 37c WpHG sind deliktsrechtlicher Natur,<sup>511</sup> so dass § 830 BGB zumindest bei einem Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizität generell anwendbar ist. Es erscheint jedoch problematisch, die Organmitglieder im Verhältnis zur Gesellschaft als Mittäter oder Teilnehmer zu betrachten. Denn der Emittent kann als juristische Person seinen Willen nur durch die Organmitglieder bilden.

---

507 z.B. SQUAD Capital – SQUAD Valute Acc (ISIN LU0199057307), Greiff special sit Fund OP Inc (ISIN LU0228348941), Akrobat Fund – Value Acc (ISIN LU0157022814), Akrobat Fund – Europa Acc (ISIN LU0138526776).

508 Baums, ZHR 167 (2003), 139, 174.

509 Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1864.

510 Vgl. Baums, ZHR 167 (2003), 139, 174; Kiethe, DStR 2003, 1982, 1983 f.; Schäfer, NZG 2005, 985, 987; Spindler, WM 2004, 2089, 2094 f.

511 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. b).

Diese Organmitglieder können daher keinen selbständigen Tatentschluss der Gesellschaft hervorrufen oder unterstützen. Vielmehr setzen sie ihren eigenen Tatentschluss mit Wirkung für den Emittenten um.<sup>512</sup> Eine Haftung nach § 830 BGB scheidet daher aus. Auch eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 15, 15a, 20a WpHG scheidet mangels Schutzgesetzzeigenschaft aus.<sup>513</sup> Dagegen kann sich jedoch eine persönliche Organhaftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 21, 31, 31c, 33a, 34a WpHG, 263 StGB ergeben.<sup>514</sup>

Außerdem kommt eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 264a StGB, 400 AktG in Betracht. Beide Normen sind Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB. Doch sie setzen „Darstellungen“ bzw. „Darstellungen oder Übersichten“ voraus, die einen Gesamtüberblick über die wirtschaftliche Lage des Unternehmens geben.<sup>515</sup> Damit erfassen sie nur einen kleinen Kreis falscher Kapitalmarktinformationen.<sup>516</sup> Letztlich erscheint damit § 826 BGB als Hauptanspruchsgrundlage für eine persönliche Haftung der Organmitglieder.<sup>517</sup> Hier ist jedoch problematisch, dass der Anleger die Kausalität zwischen der Fehlinformation des Kapitalmarkts und der Anlageentscheidung beweisen muss. Dabei gewährt die Rechtsprechung auch keine generelle Beweiserleichterung hinsichtlich der Kausalität.<sup>518</sup>

Daneben besteht das System der gesellschaftlichen Binnenhaftung. Wenn Organmitglieder die Gesellschaft schädigen, dann haften sie gegenüber der Gesellschaft. Sie sind der Gesellschaft nach §§ 93, 116 AktG zum Schadensersatz verpflichtet, soweit sie eine Pflichtverletzung zu vertreten haben.<sup>519</sup> Dabei haften die Organmitglieder auch bei einfacher Fahrlässigkeit und die Haftung ist betragsmäßig nicht begrenzt. Die Binnenhaftung gewährt damit in erster Linie keinen unmittelbaren Anspruch des Anlegers, kann jedoch mit ihrer drohenden persönlichen Inanspruchnahme des Organmitglieds durchaus eine präventive Abschreckungswirkung zugunsten des Anlegers entfalten. Dafür ist jedoch entscheidend, inwiefern von dieser gesellschaftsinternen Haftung tatsächlich Gebrauch gemacht wird. Zwar sind nach der ARAG-Rechtsprechung des

512 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 211; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1864.

513 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. b), c), h).

514 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. d), g).

515 Vgl. ausführlich oben 2. Teil C. I. 3. b).

516 So auch *Duve/Basak*, BB 2005, 2645, 2650; *Spindler*, WM 2004, 2089, 2091.

517 Eingehend zur Bedeutung des § 826 BGB *Kiethe*, NZG 2005, 333 ff.

518 BGH, NJW 2005, 2450, 2453; BGH, NJW 2004, 2664, 2666.

519 *Duve/Basak*, BB 2004, 2645, 2645 f.; *Kiethe*, DStR 2003, 1982, 1986; *Spindler*, WM 2004, 2089, 2094.

BGH diese Regressansprüche regelmäßig durchzusetzen, nur ausnahmsweise darf von ihrer Geltendmachung abgesehen werden.<sup>520</sup> Dennoch war die tatsächliche Geltendmachung dieser Regressansprüche in der Vergangenheit durchaus umstritten.<sup>521</sup> So wurde teilweise angenommen, dass die Geltendmachung eher die Ausnahme denn die Regel sei.<sup>522</sup> Andere dagegen sprachen von einer drastischen Verschärfung der Haftungsrisiken.<sup>523</sup> Die rechtliche Situation stellt sich jedoch seit der Umsetzung des UMAG vom 22. September 2005<sup>524</sup> wesentlich verändert dar. Mit Einführung des § 148 AktG besteht für eine qualifizierte Aktionärsminorität (1 Prozent des Grundkapitals oder anteiliger Betrag von 100.000 €) das Recht, Ersatzansprüche der Gesellschaft im eigenen Namen klageweise durchzusetzen. Damit wird die Durchsetzbarkeit von Ersatzansprüchen gegen die Gesellschaft wesentlich verbessert.<sup>525</sup> Es spricht daher viel dafür, dass die Möglichkeit der Binnenhaftung eine Abschreckungswirkung zugunsten der Anleger entfaltet.

Daneben besteht jedoch eine wichtige Ausnahme zu der internen Haftung der Organmitglieder. So gewährt § 93 Abs. 5 AktG den Aktionären einen unmittelbaren Regress gegen das Organ, wenn von der Gesellschaft keine Befriedigung zu erlangen ist. Insofern besteht die Möglichkeit einer Organaußenhaftung.

Es bleibt damit festzuhalten, dass es auch de lege lata durchaus Möglichkeiten gibt Organmitglieder für einen Anlegerschaden persönlich haftbar zu machen. Diese Möglichkeiten sind jedoch begrenzt.<sup>526</sup> Dieser Mangel stellt sich als eklatanter Schwachpunkt des Anlegerschutzes dar.

## **I) Prozessuale Durchsetzung der Ansprüche**

Entscheidend für den Schutz der Anleger ist nicht nur das Bestehen von Ersatzansprüchen, sondern auch die Möglichkeiten, diese Ansprüche prozessual durchzusetzen. Ein Anspruch, den der Anleger nicht effektiv gerichtlich geltend machen kann, kann nur

<sup>520</sup> BGH, NJW 1997, 1926, 1928.

<sup>521</sup> Vgl. *Kiehle*, BB 2003, 537, 538; *Spindler*, WM 2004, 2089, 2094.

<sup>522</sup> *Spindler*, WM 2004, 2089, 2094.

<sup>523</sup> *Kiehle*, BB 2003, 537, 538.

<sup>524</sup> BGBl. 2005 I, S. 2802.

<sup>525</sup> *Schmidt*, NZG 2005, 796, 801; *Spindler*, NZG 2005, 865; 872; *Thümmel*, DB 2004, 471, 474; Dies war auch die Intention des Gesetzgebers, vgl. Begr. Reg., BR-Drucks. 3/05, S. 39.

<sup>526</sup> Eine weitergehende persönliche Haftung der Organmitglieder für Fehlinformationen des Kapitalmarktes sah der Entwurf des Kapitalinformationshaftungsgesetzes vor. Dieser Entwurf wurde jedoch nach zahlreicher Kritik aus der Praxis wieder zurückgezogen.

wenig zu seinem Schutz beitragen. Bei Anlegerschäden im Bereich des Kapitalmarkts ist der einzelne Schaden oft nur geringfügig. Gleichzeitig ist die gerichtliche Durchsetzung dieser Schäden oftmals mit einem hohen wirtschaftlichen Risiko verbunden, das viele Geschädigte in der Vergangenheit von einer Klage abgehalten hat.<sup>527</sup> Diesem Umstand möchte der Gesetzgeber mit dem am 1. November 2005 in Kraft getretenen Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz<sup>528</sup> (KapMuG) abhelfen. Mit der Einführung der Möglichkeit von Musterverfahren soll die Durchsetzung von Ansprüchen wegen fehlerhafter Informationen am Kapitalmarkt erleichtert und die Effizienz des gerichtlichen Verfahrens gesteigert werden.<sup>529</sup>

Das KapMuG ermöglicht Musterverfahren für Klagen, die Schadensersatzansprüche wegen falscher, irreführender oder unterlassener öffentlicher Kapitalmarktinformation (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 KapMuG) zum Gegenstand haben. Der Begriff der „öffentlichen Kapitalmarktinformation“ ist in § 1 Abs. 1 S. 3 KapMuG legal definiert als „für eine Vielzahl von Kapitalanlegern bestimmte Information über Tatsachen, Umstände, Kennzahlen und sonstige Unternehmensdaten, die einen Emittenten von Wertpapieren oder Anbieter von sonstigen Vermögensanlagen betreffen“. Darunter fallen insbesondere Börsenprospekte, Jahresabschlüsse, Ad-hoc-Mitteilungen, im Rahmen der Hauptversammlung erteilte Mitteilungen und Angebotsunterlagen i.S.v. § 11 Abs. 1 S. 1 WpÜG (§ 1 Abs. 1 S. 4 KapMuG). Zudem findet das KapMuG Anwendung auf Klagen, die einen Erfüllungsanspruch aus einem Vertrag betreffen, der auf einem Angebot nach dem WpÜG beruht (§ 1 Abs. 1 Nr. 2 KapMuG).

Das Musterverfahren nach dem KapMuG lässt sich in zwei Verfahrensabschnitte untergliedern: das Vorlageverfahren und das Musterverfahren. Zunächst muss jeder geschädigte Anleger einen eigenen Prozess gegen den Beklagten anstrengen. Vom Kläger (aber auch vom Beklagten) kann dann beim zuständigen LG als Prozessgericht ein Musterfeststellungsantrag gestellt werden. In diesem Antrag müssen das Feststellungsziel, alle zu dessen Begründung dienenden rechtlichen und tatsächlichen Umstände und die Beweismittel bezeichnet werden. Als Feststellungsziel kommen die Klärung von Rechtsfragen und die Feststellung des Vorliegens von anspruchsbegründenden oder

---

527 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 688.

528 Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten, BGBl. I 2005, S. 2437.

529 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 689.

-ausschließenden Tatsachen in Betracht.<sup>530</sup> Nun entscheidet das Prozessgericht über die Zulässigkeit des Antrags (§ 1 Abs. 3 KapMuG). Erachtet es den Musterfeststellungsantrag für zulässig, dann muss es dies im Klageregister des elektronischen Bundesanzeigers öffentlich bekannt machen (§ 2 Abs. 1 KapMuG). Mit dieser Bekanntmachung wird der Prozess vor dem Prozessgericht mit der Wirkung des § 249 ZPO unterbrochen (§ 3 KapMuG). Werden nun innerhalb von vier Monaten nach der Bekanntmachung mind. neun weitere gleichgerichtete Musterfeststellungsanträge gestellt, dann wird das Verfahren durch Beschluss des Prozessgerichts dem im Rechtszug übergeordneten OLG vorgelegt. Das Vorlageverfahren ist damit abgeschlossen und es beginnt das Musterverfahren. Beteiligte dort sind der Musterkläger, der Musterbeklagte und die Beigeladenen. Musterkläger und ggf. auch Musterbeklagter werden vom OLG bestimmt. Wenn der Musterkläger ausgesucht ist, dann macht das OLG das Musterverfahren im Klageregister des elektronischen Bundesanzeigers bekannt (§ 6 KapMuG). Nun hat das Prozessgericht alle anhängigen Verfahren auszusetzen, in denen dasselbe Feststellungsziel entscheidungserheblich ist. Dabei gilt der Aussetzungsbeschluss als Beiladung zum Musterverfahren (§ 8 Abs. 3 S. 2 KapMuG). Es ist nicht notwendig, dass in diesen Verfahren ein eigener Musterfeststellungsantrag gestellt wurde (§ 7 Abs. 1 S. 2 KapMuG). Zu Abschluss des Musterverfahrens ergeht ein Musterentscheid. Nach Erlass des Musterentscheids werden die Verfahren vor dem Prozessgericht fortgesetzt. Der Musterentscheid erwächst im Umfang des Streitgegenstandes des Musterverfahrens in Rechtskraft (§ 16 Abs. 1 S. 2 KapMuG). Die Prozessgerichte sind bei ihrer Entscheidung an die im Musterverfahren festgestellten Tatsachen bzw. geklärten Rechtsfragen gebunden (§ 16 Abs. 1 S. 1 KapMuG). Bei der Entscheidung über Tatsachen und Rechtsfragen, die nicht Gegenstand des Musterverfahrens waren, besteht dagegen keine Bindungswirkung.

Die Kosten des Musterverfahrens gelten als Teil der Kosten des jeweiligen Verfahrens vor dem Prozessgericht (§ 17 KapMuG). Diese Kostenregelung erscheint ambivalent. Den Anwälten der Beteiligten entstehen im Hinblick auf die Durchführung des Musterverfahrens keine gesonderten Ansprüche.<sup>531</sup> Damit wird die Übernahme von Musterverfahren für Anwälte finanziell reizlos<sup>532</sup> – mit eventuellen Folgen für die anwaltliche

---

530 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 697.

531 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 705; *Heß*, WM 2004, 2329, 2332 f.; *Reuschle*, WM 2004, 2334, 2343.

532 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 705; *Heß*, WM 2004, 2329, 2332 f.; *ders.*, ZIP 2005, 1713, 1719.



Tätigkeit. Andererseits drohen den Anlegern keine weiteren (Anwalts-)Kosten, so dass diese Kostenregelung die gerichtliche Durchsetzung von Anlegeransprüchen fördern dürfte. Als problematisch erweist sich in der Praxis zudem die Konstruktion der Aussetzung der Verfahren beim Prozessgericht. Das Prozessgericht muss erst alle anhängigen Klagen aussetzen bevor das OLG in der Sache verhandeln kann. Zur Aussetzung muss der Richter am Prozessgericht jeden Fall einzeln prüfen. Da es sich bei den Verfahren nach dem KapMuG oftmals um Mammutverfahren<sup>533</sup> mit einer sehr großen Anzahl einzelner Klagen handelt, wird allein die Aussetzung der Klagen lange, oftmals Monate dauern. Dies erschwert die prozessuale Durchsetzung von Ersatzansprüchen zumindest in zeitlicher Hinsicht.

Insgesamt bewirkt das KapMuG eine Verbesserung der prozessualen Situation der Anleger. Mit dem KapMuG wird ihnen eine weitere Möglichkeit an die Hand gegeben, Ersatzansprüche leichter gerichtlich geltend zu machen. Dies dient auch der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten. So gilt in den USA die Möglichkeit der Sammelklage sogar als „ungleich wirkungsmächtiger als die SEC-Normdurchsetzung“<sup>534</sup>

---

533 Als Beispiel mag das Verfahren gegen die Deutsche Telekom wegen angeblich falscher Börsenprospekte dienen. In diesem Verfahren verlangen 17000 Anleger in 2500 Klagen Schadensersatz.

534 *Wüstemann*, BB 2002, 718, 723 mit Hinweis auf *Seligman*, Fd. L. Rev. 1995, 1988.

### **m) Anlegerentschädigungssystem**

Es besteht zum Schutz der Anleger eine Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). Die Einführung dieses staatlichen Anlegerentschädigungssystems wurde durch das Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz (EAG) geregelt. Der Gesetzgeber hat damit die EG-Einlagensicherungsrichtlinie<sup>535</sup> und die EG-Anlegerentschädigungsrichtlinie<sup>536</sup> umgesetzt.<sup>537</sup> Dieser Entschädigungseinrichtung müssen alle in § 1 Abs. 1 EAG genannten Institute angehören (§ 2 EAG). Die EdW ist bei der Kreditanstalt für Wiederaufbau als nicht rechtsfähiges Sondervermögen des Bundes errichtet (§ 6 Abs. 1 EAG). Die Mittel der Entschädigungseinrichtung werden durch die Beiträge der Institute erbracht (§ 8 Abs. 1 EAG). Diese Entschädigungseinrichtung könnte einen wichtigen Beitrag zum Schutz der Anleger und damit zur Gewährleistung eines grundrechtlich gebotenen Schutzniveaus leisten. Insbesondere für den Bereich der Banken hat der BGH die Bedeutung von Entschädigungseinrichtungen in dieser Hinsicht hervorgehoben.<sup>538</sup> Ob dies für den Bereich des Kapitalmarkts so auch angenommen werden kann, bedarf einer Untersuchung.

Die Anleger haben bei einem sog. Entschädigungsfall einen Entschädigungsanspruch. Ein solcher Entschädigungsfall besteht für Anleger, wenn ein Institut aus finanziellen Gründen nicht in der Lage ist, Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften zu erfüllen (§§ 3 Abs. 1, 1 Abs. 5 EAG). Der Begriff Wertpapiergeschäfte ist in § 1 Abs. 3 EAG legal definiert. Darunter fallen insbesondere die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten in diversen Formen, die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten (Anlagevermittlung), die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren für andere (Depotgeschäft) und die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum (Finanzportfolioverwaltung). Der Entschädigungsanspruch ist begrenzt auf 90 v.H. der Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften und eine Maximalsumme von 20.000 € (§ 4 Abs. 2 EAG).

---

535 Richtlinie 94/19/EG vom 30. Mai 1994 über Einlagensicherungssystem, ABl. L 135 vom 31. Mai 1994, S. 5.

536 Richtlinie 97/9/EG vom 3. März 1997 über Systeme für die Entschädigung der Anleger, ABl. L 84 vom 26. März 1997, S. 22.

537 *Sethe*, ZBB 1998, 305, 317; *Steuer*, WM 1998, 2449, 2451.

538 BGHZ 162, 49, 66.

Die Entschädigungseinrichtung schützt damit nur vor einer Insolvenz der erfassten Institute. Sie bietet keinen Schutz vor anderen Gefahren, die Anleger auf dem Kapitalmarkt drohen. Insbesondere Anleger, die Wertpapiere wirksam erworben haben und diese selbst verwalten, erfahren durch die EdW keinerlei Schutz. Wenn die Rechtsprechung für den Bereich der Banken den Schutz durch die Entschädigungseinrichtung als wichtiges Argument für das Erfüllen der grundrechtlichen Schutzpflicht anführt,<sup>539</sup> mag dies für diesen Bereich stimmen. Für den Bereich des Kapitalmarktes dagegen kann dem Schutz durch die Entschädigungseinrichtung keine derart große Bedeutung beigemessen werden. Anders als die Bankkunden, die alle mit ihren Einlagen durch die Entschädigungseinrichtung geschützt werden, erfasst der Schutz durch die EdW nur einen Teilbereich der Risiken, die für Anleger auf dem Kapitalmarkt drohen. So schützt der EdW beispielsweise nicht gegen Schäden, die aus missbräuchlichem Handeln der Vorstände des Emittenten, Verletzung von Publizitätspflichten, Insiderhandel oder Marktmanipulationen entstehen. Das Bestehen einer Entschädigungseinrichtung ist trotzdem ein Argument für das Erfüllen der grundrechtlichen Schutzpflicht. Aber diese Erwägung wiegt im Bereich des Kapitalmarkts bei weitem nicht so stark wie im Bereich der Banken.

Zudem stellt sich die Frage nach dem tatsächlich durch die EdW gewährten Schutz. Die EdW müsste in der Lage sein, die entstehenden Entschädigungsfälle mit den ihr zur Verfügung stehenden Mitteln zu bewältigen. Gerade bei großen Schadenssummen ist es fraglich, ob die Mittel der EdW ausreichen, um alle Anleger zu entschädigen. Einen aktuellen Fall zur Verdeutlichung der Problematik bietet die Insolvenz der Phoenix GmbH. Dort hat die BaFin einen Entschädigungsfall festgestellt, so dass ca. 29.200 Anleger von der EdW Entschädigung verlangen können.<sup>540</sup> Die Summe an Entschädigungsleistungen, die damit auf die EdW zukommen, bewegen sich in einer Größenordnung von ca. 200 Millionen Euro.<sup>541</sup> Die derzeitigen Mittel der EdW liegen jedoch deutlich unter 10 Millionen Euro.<sup>542</sup> Damit erscheint die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der EdW als unzureichend. Jedoch kann die EdW, wenn die liquiden Mittel und die Beitragseinnahmen eines Jahres nicht ausreichen, um den Bedarf an Entschädigungsleis-

---

539 BGHZ 162, 49, 66.

540 Vgl. Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Hans-Joachim Otto, Carl-Ludwig Thiele, weiterer Abgeordneter und der Fraktion des FDP; BT-Drucks. 16/4352, S. 1.

541 Vgl. *Jäger*, Die Zeit v. 7.9.2006, S. 37; *S. Shinde/R. Benders*, Handelsblatt v. 1.3.2007.

542 Vgl. Aussage von EdW-Chef Michael Helmer, in: Die Zeit v. 7.9.2006, S. 37 und Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Hans-Joachim Otto, Carl-Ludwig Thiele, weiterer Abgeordneter und der Fraktion des FDP; BT-Drucks. 16/4352, S. 3.

tungen zu decken, nach § 8 Abs. 2 S. 3 EAG Sonderbeiträge erheben und Kredite aufnehmen.

Es bieten sich der EdW daher zwei Möglichkeiten, bei großen Schadenssummen vorzugehen. Dennoch ist fraglich, ob auf diesem Wege eine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der EdW hergestellt werden kann, die eine Entschädigung aller Anleger auch bei großen Schadenssummen sicherstellt. Denn es sind auch die grundrechtliche Position der in Anspruch genommenen Mitgliedsunternehmen zu beachten. Diesen drohen durch die Sonderbeiträge hohe wirtschaftlichen Belastungen. So wird beispielsweise angenommen, dass bei Umlage des Schadens im Fall Phoenix GmbH auf die Mitgliedsunternehmen der EdW eine Sonderzahlung in Höhe des 60- bis 70fachen des Jahresbeitrages zukommt.<sup>543</sup> Eine solche Zahlungspflicht stellt einen unverhältnismäßigen Eingriff in die Grundrechte der Mitgliedsunternehmen dar. Zudem trägt die Regelung des § 5 Abs. 4 BeitragsVO EdW<sup>544</sup> diesen grundrechtlichen Vorgaben auf einfachgesetzlicher Ebene Rechnung. Danach kann die EdW ein Institut mit Zustimmung der BaFin ganz oder teilweise von den Sonderbeiträgen befreien, wenn zu befürchten ist, dass durch die Zahlung des Sonderbeitrags in voller Höhe das Institut selbst wirtschaftlich bedroht ist. Die Regelung des § 5 Abs. 4 BeitragsVO EdW und die Grundrechte der Mitgliedsinstitute werden einer Zahlungspflicht oftmals entgegenstehen, so dass die Erhebung von Sonderbeiträgen keinen gangbaren Weg darstellt, um große Schadensfälle zu entschädigen. Zudem sind der Möglichkeit, Sonderbeiträge zu erheben, auch in tatsächlicher Hinsicht Grenzen gesetzt. Denn große Mitgliedsunternehmen können die EdW verlassen, indem sie eine Vollbanklizenz und damit eine Mitgliedschaft im Einlagensicherungsfonds des Bundesverbandes deutscher Banken beantragen.<sup>545</sup> Bei zu hohen Belastungen durch Sonderbeiträge ist zu erwarten, dass Mitgliedsunternehmen die EdW auf diesem Wege verlassen.

Damit verbleibt die Kreditaufnahme als zweite Möglichkeit, hohe Entschädigungen auszahlend. Doch auch die Kreditaufnahme ist nur bedingt geeignet, eine Entschädigung der Anleger zu gewährleisten. Zwar unterliegt die EdW als Sondervermögen nicht

---

543 Jäger, Die Zeit v. 7.9.2006, S. 37.

544 Verordnung über die Beiträge zu der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen bei der Kreditanstalt für Wiederaufbau, BGBl. I 1999, 1891.

545 So hat die Baader Wertpapierhandelsbank die EdW auf diesem Wege verlassen; vgl. Breustedt, Die Zeit v. 21.8.2008, S. 28.

der Verschuldensgrenze des Art. 115 Abs. 1 S. 2 Halbs. 1 GG,<sup>546</sup> so dass eine unbeschränkte Kreditaufnahme grundsätzlich möglich ist. Dennoch stellen sich bei der Kreditaufnahme zwei Probleme. Zum einen sind die Tilgung und die Zinszahlungen letztlich von den Mitgliedsunternehmen zu tragen (§ 5 Abs. 5 BeitragsVO EdW). Doch auch dieser Umlage auf die Mitgliedsunternehmen stehen die zuvor dargelegten Rechte der Unternehmen entgegen. Ein Tilgung der aufgenommen Kredite wird daher nur langsam möglich sein, so dass zu befürchten ist, dass sich die EdW aufgrund von neuen Schadensfällen und Zinszahlungen immer weiter verschulden wird. Zum anderen stellt sich die Frage, wer der EdW einen Kredit gewähren würde. Da die EdW keine Sicherheiten zu bieten hat und von einer dauerhaften Verschuldung bedroht ist, wird der EdW auf dem freien Bankenmarkt wohl kein Kredit gewährt werden. Es verbleiben als Kreditgeber daher nur staatliche Einrichtungen, wie beispielsweise die Kreditanstalt für Wiederaufbau. Damit ist die EdW aufgrund eigener Kraft nicht in der Lage, Entschädigungszahlungen zu gewährleisten, sondern ist auf das Wohlwollen staatlicher Einrichtungen angewiesen. Bei der konstant angespannten Haushaltslage der öffentlichen Hand erscheint die Gewährung von Darlehen durch staatliche Einrichtungen als unwahrscheinlich.<sup>547</sup>

Fraglich ist des weiteren eine Insolvenz der EdW. Sollte die Entschädigungseinrichtung ein Insolvenzverfahren mit anschließender Restschuldbefreiung durchlaufen können, dann wäre es bei großen Schadenssummen nicht gut um den Schutz der Anleger bestellt. Ein nicht rechtsfähiges Sondervermögen ist gem. § 11 Abs. 2 InsO insolvenzfähig, wenn die Haftung auf dieses Sondervermögen begrenzt ist.<sup>548</sup> Dies ist bei der EdW gem. § 8 Abs. 5 S. 1 EAG der Fall, so dass die EdW grundsätzlich insolvenzfähig ist. Der Schutz der Anleger unter diesen Gesichtspunkt ist dennoch gewahrt, denn eine Restschuldbefreiung wird gem. § 286 InsO nur natürlichen Personen gewährt. Sollten daher nach Durchführung eines Insolvenzverfahrens noch Forderungen der Anleger gegen die EdW bestehen, können sie diese gem. § 201 Abs. 1 InsO geltend machen.

Es bleibt damit festzuhalten, dass die Konstruktion der EdW den Anlegern keine ausreichende Sicherheit bietet. Dieser Mangel hat seinen Grund in einer Fehlvorstellung des

---

546 Bröcker, Grenzen staatlicher Verschuldung im System des Verfassungsstaats, S. 173.

547 So hat auch im November 2007 der Haushaltsausschuss des Bundestages ein Kreditgesuch der EdW abgelehnt, vgl. Breustedt, Die Zeit v. 21.8.2008, S. 28.

548 Gundlach/Frenzel/Schmidt, NZI 2000, 561, 565; Gundlach, DÖV 1999, 815, 822; Ott, in: Münchener Kommentar, InsO, § 12 Rn. 18.

Gesetzgebers. Dieser ging bei Erlass des EAG davon aus, dass ca. 4000-7000 Unternehmen Mitglied der EdW werden würden. Im Februar 2007 lag die Gesamtanzahl der Mitgliedsunternehmen jedoch gerade bei 750 Instituten.<sup>549</sup> Die Gesamtbelastung verteilt sich daher auf eine wesentlich kleinere Anzahl an Unternehmen als vom Gesetzgeber beabsichtigt. Dies hat die zuvor dargelegten Auswirkungen auf die Leistungsfähigkeit der EdW. Letztlich kann die EdW durch die Gewährung von Entschädigungen aber durchaus einen Schutz der Anleger vermitteln. Dieser Schutz ist aber in zweifacher Hinsicht beschränkt. Zum einen erfasst die Entschädigungspflicht nur einen Teil der Risiken, die am Kapitalmarkt bestehen. Zum anderen ist die Auszahlung der Entschädigungen bei großen Schadenssummen von dem Wohlwollen staatlicher Einrichtungen abhängig.

#### **n) Investmentvermögen**

Die Anlage von Vermögen in sog. Investmentfonds stellt eine, insbesondere von Privatpersonen, viel genutzte Möglichkeit dar, auf dem Kapitalmarkt zu investieren. Auch diese Anteile an Investmentvermögen stellen nach § 2 Abs. 1 S. 2 WpHG Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 WpHG dar. Der Überblick über das derzeitige anlegerschützende Kapitalmarktrecht soll daher nun mit einer kurzen Darstellung der im Investmentgesetz (InvG)<sup>550</sup> normierten Regelungen für Investmentvermögen abschließen.

Unter Investmentvermögen ist Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage, das nach dem Grundsatz der Risikomischung in verschiedenen Vermögensgegenständen (z.B. Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Derivaten) angelegt ist, zu verstehen (§ 1 S. 2 InvG). Die Vorschriften des InvG finden Anwendung auf alle inländischen Investmentvermögen und auf ausländisches Investmentvermögen, soweit dessen Anteile öffentlich vertrieben werden (§ 1 S. 1 InvG). Dabei wird für die Bildung des Investmentvermögens insbesondere die Form des Investmentfonds von der Investmentaktiengesellschaft unterschieden.

Ein Investmentfond ist ein von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltetes Sondervermögen (§ 2 Abs. 1 bis Abs. 3 InvG). Kapitalanlagegesellschaften sind nach

---

549 Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Hans-Joachim Otto, Carl-Ludwig Thiele, weiterer Abgeordneter und der Fraktion des FDP; BT-Drucks. 16/4352, S. 4.

550 BGBl. I 2003, 2676.

§ 2 Abs. 6 InvG Kreditinstitute, deren Hauptzweck in der Verwaltung von Sondervermögen oder in der Verwaltung von Sondervermögen und der individuellen Vermögensverwaltung besteht. Der Geschäftsbetrieb einer Kapitalanlagegesellschaft bedarf der schriftlichen Erlaubnis der BaFin (§ 7 Abs. 1 S. 1 InvG). Da es sich bei den Kapitalanlagegesellschaften um Kreditinstitute handelt, unterliegen diese den strengen Anforderungen für Kreditinstitute nach dem KWG.<sup>551</sup> Zudem muss eine Kapitalanlagegesellschaft mit einem Anfangskapital von 730.000 € ausgestattet sein (§ 11 Abs. 1 Nr. 1 InvG). Wenn die Anlagegesellschaft aber Immobilien-Sondervermögen verwaltet oder das Depotgeschäft als Nebendienstleistung betreibt, muss das Anfangskapital 2,5 Mio. Euro betragen. Wenn der Wert der verwalteten Sondervermögen zusammen mehr als 3 Mrd. Euro beträgt, sind zusätzliche Eigenmittel notwendig (§ 11 Abs. 1 Nr. 2 InvG).

In § 9 InvG sind allgemeine Verhaltens- und Organisationspflichten für Kapitalanlagegesellschaften normiert. Die Kapitalanlagegesellschaft ist insbesondere verpflichtet, im ausschließlichen Interesse ihrer Anleger zu handeln, ihre Tätigkeit mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im besten Interesse des verwalteten Sondervermögens und der Integrität des Marktes auszuüben, sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und bei unvermeidbaren Konflikten diese unter Wahrung der Anlegerinteressen zu lösen (§ 9 Abs. 2 InvG). § 10 InvG sieht Meldepflichten für Kapitalanlagegesellschaften vor. Danach müssen diese der BaFin regelmäßig eine Vermögensaufstellung für jedes ihrer Sondervermögen übermitteln.

Eine Kapitalanlagegesellschaft muss nach § 42 InvG für die von ihr verwalteten Sondervermögen einen vereinfachten und einen ausführlichen Verkaufsprospekt veröffentlichen. Der ausführliche Prospekt enthält neben einer Erläuterung des Risikoprofils eine Vielzahl von Angaben zum Sondervermögen und zur Anlagegesellschaft. In dem vereinfachten Prospekt sind die wichtigsten Informationen in zusammengefasster Form enthalten. Mit der Einführung des vereinfachten Prospekts wollte der Gesetzgeber erreichen, dass die Anleger die Informationen auch tatsächlich zur Kenntnis nehmen und nicht wegen der Länge der Verkaufsprospekte darauf verzichten, diese zu lesen.<sup>552</sup> Zudem muss der vereinfachte Prospekt nach § 42 InvG Angaben zur Kostentransparenz

---

551 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 589; *Kaune/Oulds*, ZBB 2004, 114, 124.

552 Vgl. Begr. RegE. InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 90.

enthalten. Insbesondere ist eine Gesamtkostenquote, das Verhältnis aller bei der Verwaltung zu Lasten eines Sondervermögens angefallenen Kosten zu dem durchschnittlichen Nettoinventarwert des Sondervermögens innerhalb des vorangegangenen Geschäftsjahr, anzugeben. Die Vorschrift des § 127 InvG normiert für beide Arten des Verkaufsprospekt eine Prospekthaftung. Bei Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit von wesentlichen Angaben besteht unter weiteren Voraussetzungen ein Ersatzanspruch des Anlegers.

Unter der amtlichen Überschrift „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ werden im Kapitel 4 des InvG die sog. Hedge-Fonds geregelt. Das InvG versteht als solche Fonds Sondervermögen, die den Grundsatz der Risikomischung beachten und im Übrigen im Rahmen ihrer Anlagestrategie keinen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände unterworfen sind (§ 112 Abs. 1 S. InvG). Kennzeichnend für die Geschäftstätigkeit von Hedge-Fonds ist deren hochspekulative Anlagestrategie, insbesondere durch den Einsatz von Leerverkäufen und die Hebelung des Eigenkapitals über Kredite oder den Einsatz von Derivaten.<sup>553</sup> Wegen der Risiken enthalten die Regelungen der §§ 112 ff. InvG Anlagebeschränkungen und Spezialregelungen hinsichtlich der notwendigen Qualifikation des Leitungspersonals, der Verkaufsprospekte und des Vertriebs.<sup>554</sup>

Die Investmentaktiengesellschaft stellt die zweite Form inländischen Investmentvermögens dar. Es handelt sich dabei um Aktiengesellschaften, deren Unternehmensgegenstand nach der Satzung auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage in verschiedene Vermögensgegenstände beschränkt ist (§ 2 Abs. 5 InvG). Der Geschäftsbetrieb einer Investmentaktiengesellschaft bedarf einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin (§ 97 Abs. 1 InvG). Diese hat u.a. zur Voraussetzung, dass die Gesellschaft ein Anfangskapital von 300.000 € aufweist und die Geschäftsleiter zuverlässig sind sowie über die erforderliche fachliche Eignung verfügen. Zudem ist die Gesellschaft verpflichtet, innerhalb von sechs Monaten nach der Erteilung der Erlaubnis mindestens neun Zehntel ihrer Aktien öffentlich zum Erwerb anzubieten (§ 101 Abs. 1 InvG). Wegen des Schutzbedürfnisses der Aktionäre von Investmentaktiengesellschaft unterliegen diese neben den Regelungen des InvG teil-

---

553 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 599 f.; *Kaune/Oulds*, ZBB 2004, 114, 121; *Spindler/Bednarz*, WM 2006, 553, 553 f.

554 Vgl. dazu ausführlich v. *Livonius*, WM 2004, 60 ff.; *Spindler/Bednarz*, WM 2006, 553 ff.



weise auch den für Finanzdienstleistungsinstitute geltenden Vorschriften des KWG (§ 99 Abs. 2 InvG).<sup>555</sup>

Die Verhaltens-, Organisations- und Meldepflichten für Kapitalanlagegesellschaften stellen neben der Prospekthaftung ein Mindestmaß an Anlegerschutz sicher. Mit der Einführung des vereinfachten Prospekts und der Transparenzanforderungen hat der Anlegerschutz eine große Verbesserung erfahren. Die Vorschriften des InvG für Hedge-Fonds sind zwar insgesamt recht liberal, enthalten aber detaillierte Regelungen zum Anlegerschutz.<sup>556</sup> Zusammenfassend gesagt, gewährt das InvG einen guten Anlegerschutz, der jedoch nicht vollständig das Niveau des WpHG erreicht.

#### **4. Ergebnis**

Bei einer umfassenden Betrachtung des Anlegerschutzes bietet sich ein differenziertes Bild. Das Insiderhandelsverbot bietet mangels Durchsetzung nur wenig Schutz für den Anleger. Dieses Defizit wiegt jedoch nicht schwer, da sich der Insiderhandel insgesamt als weitgehend ungefährlich für den Anleger herausgestellt hat. Gegen die Risiken, die den Anlegern bei Unternehmensübernahmen drohen, werden diese umfassend geschützt. Wenig Schutz scheint dagegen das Verbot der Marktmanipulation zu bieten, da es an effektiven Durchsetzungsmöglichkeiten mangelt. Einen guten Schutz bieten die Verhaltenspflichten nach §§ 31 ff. WpHG und die Prospekthaftung. Ambivalent ist dagegen die rechtliche Situation der Anleger durch das KapMuG und die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen einzuschätzen. Die Möglichkeit von Musterverfahren stellt insgesamt eine Verbesserung der prozessualen Durchsetzbarkeit von Ersatzansprüchen dar. Doch die rechtliche Konstruktion des KapMuG bietet auch Anlass zu Kritik. Das Anlegerentschädigungssystem bietet nur einen eingeschränkten Schutz der Anleger. Schlagkräftige Argumenten für das Erfüllen der grundrechtlichen Schutzpflicht stellen daher weder das KapMuG noch die EdW dar.

Der wichtigste und umfangreichste Baustein der gesetzlichen Vorschriften zum Anlegerschutz sind die Publizitätspflichten. Diese umfangreichen Publizitätspflichten konstituieren ein Publizitätskonzept. Durch zeitnahe und verlässliche Informationen soll es dem Anleger ermöglicht werden, eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung zu

---

<sup>555</sup> Kaune/Oulds, ZBB 2004, 114, 124.

<sup>556</sup> Spindler/Bednarz, WM 2006, 601, 606 f.

treffen. Dieses Publizitätskonzept stellt die Hauptsäule des rechtlichen Anlegerschutzes dar. Auf den ersten Blick erscheint es durchaus fraglich, ob der Gesetzgeber durch die Normierung von Publizitätspflichten den Verpflichtungen aus einer grundrechtlichen Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG nachkommen kann. Denn die Publizitätsvorschriften verfolgen einen eigenen Schutzmechanismus: Sie bieten keinen unmittelbaren Schutz durch den Staat, sondern sollen den Anleger in die Lage versetzen, sich selbst zu schützen. Indem der Staat einerseits durch § 4 Abs. 4 FinDAG die Amtshaftung für eine fehlerhafte Aufsicht ausschließen möchte und gleichzeitig andererseits Publizitätsvorschriften einführt, verlagert er letztlich einen großen Teil der Aufsichtstätigkeit auf die Anleger. Ob und inwieweit der Staat mit einem solchen Schutzkonzept seinen Verpflichtungen aus den Grundrechten genügen kann, bedarf einer Klärung.

Der Gesetzgeber hat sich in Deutschland für den Bereich der Wirtschaft für ein liberales Sozialmodell entschieden. Grundlage dieses Modells ist die Annahme, dass ein angemessener Interessenausgleich zwischen den am Rechtsverkehr teilnehmenden Subjekten bei funktionierendem Wettbewerb automatisch gewährleistet ist. Der einzelne Marktteilnehmer soll aufgrund des Wettbewerbs in der Lage sein, seine Bedürfnisse im Rahmen der ihm zur Verfügung stehenden Mittel mit Hilfe von privatautonom abgeschlossenen Verträgen optimal zu befriedigen. Voraussetzung für einen funktionierenden Wettbewerb ist jedoch eine Parität der Marktteilnehmer, insbesondere eine paritätische Information der Marktteilnehmer.<sup>557</sup> Die Parität der Marktteilnehmer ist jedoch regelmäßig aufgrund eines Informationsgefälles gestört, z.B. durch Produktdifferenzierungen, die auf Verschleierung der Marktverhältnisse zielen oder Werbung.<sup>558</sup> An dieser Schwachstelle des liberalen Sozialmodells setzt nun das Informationsmodell an. Durch Informationspflichten soll das Informationsgefälle ausgeglichen werden und so eine Parität der Marktteilnehmer erreicht werden. Als Folge dessen ist die Funktionsfähigkeit des Marktes wieder hergestellt und durch den Wettbewerb ein ausreichender Schutz der Marktteilnehmer gewährleistet.<sup>559</sup>

---

557 Vgl. *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz durch Ausbildung eines Sonderprivatrechts für Verbraucher, S. 62 f.; *Kind*, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtegesetz, S. 43; jeweils m.w.N.

558 *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz durch Ausbildung eines Sonderprivatrechts für Verbraucher, S. 63 ff.; *Schumacher*, Vertragsaufhebung wegen fahrlässiger Irreführung unerfahrener Vertragspartner, S. 74 ff.

559 *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, S. 571; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1137; *Kind*, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtegesetz, S. 44.

In grundsätzlicher Hinsicht ist dieses Konzept des Schutzes durch einen funktionierenden Wettbewerb kaum zu kritisieren. Dem Gesetzgeber kommt bei der Frage, wie er einen ausreichenden Schutz gewähren und damit die grundrechtliche Schutzpflicht erfüllen möchte, ein sehr weiter Gestaltungs- und Konkretisierungsspielraum zu.<sup>560</sup> Bei der Abwehrfunktion der Grundrechte richtet sich die Rechtsfolge auf eine bestimmte staatliche Handlung. Im Gegensatz dazu verlangen die Schutzpflichten nach einer positiven Handlung des Staates. Die Handlung des Staates, die eine grundrechtliche Schutzpflicht erfüllt, lässt sich jedoch nicht unmittelbar der Grundrechtsnorm entnehmen.<sup>561</sup> Wenn der Staat Schutz durch Wettbewerb gewähren möchte, ist diese Entscheidung in seiner grundsätzlichen Konzeption nicht angreifbar. Entscheidend ist vielmehr, ob durch die Publizität tatsächlich ein Schutz der Anleger erreicht wird.

Bei dem Schutz durch das Publizitätskonzept liegt die Realisierung des Schutzes zu einem weiten Teil in dem Verantwortungsbereich der Anleger. Die Publizitätspflichten verpflichten die Normadressaten nur zur Veröffentlichung von Informationen. Die Wahrnehmung und Verwertung dieser Informationen verbleibt dagegen im Verantwortungsbereich der Anleger. Das Publizitätskonzept gewährt daher nur bei einer aktiven Verwertung der Informationen durch den Anleger tatsächlichen Schutz. Wenn der Anleger die bereit gestellten Informationen überhaupt nicht aufnimmt und/oder nicht verwertet, dann können diese Informationen auch zwangsläufig keinen Schutz gewähren. Für die Beurteilung der Frage, ob mit dem Publizitätskonzept ein Schutz der Anleger erreicht wird, ist daher auf die *Möglichkeit* des Schutzes durch die Publizitätspflichten abzustellen, nicht auf den tatsächlich durch den einzelnen Anleger wahrgenommenen Schutz. Anderenfalls würden die Folgen nachlässigen Verhaltens des Einzelnen anderen aufgebürdet, indem man diesen aufgrund des (angeblich) unzureichenden Schutzes durch die Publizitätspflichten erhöhte Pflichten auferlegt.<sup>562</sup>

Zweifel an dem durch das Publizitätskonzept tatsächlich gewährten (möglichen) Schutz bestehen aber in Hinblick auf eine Überforderung der Anleger.<sup>563</sup> Um die Möglichkeit

---

560 Vgl. BVerfGE 46, 160, 164; 96, 56, 64; *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 227; *Hermes*, Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, S. 261; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 263.

561 *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 263

562 Vgl. BVerfG, NJW 1996, 249, 250; *Krings*, Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, S. 281.

563 Vgl. zur Informationsüberlastung von Verbrauchern *Kind*, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtgesetz, S. 513 ff.

tatsächlichen Schutzes zu gewähren, müssen die aufgrund der Publizitätspflichten veröffentlichten Informationen für den Anleger aufnehmbar und verwertbar sein.<sup>564</sup> Daran könnte es aufgrund der reinen Quantität der Informationen mangeln. So wurden beispielsweise im Jahre 2006 genau 3.518 Ad-hoc-Mitteilungen nach § 15 WpHG (im Jahr 2005: 3.703 Mitteilungen)<sup>565</sup> und 4.783 Transaktionen nach § 15a WpHG (im Jahr 2005: 5.118 Transaktionen)<sup>566</sup> veröffentlicht. Es ist zudem fraglich, ob nicht auch eine qualitative Überforderung der Anleger zu befürchten ist. Man könnte annehmen, dass die Anleger aufgrund der komplexen Struktur und Wirkungszusammenhänge des Kapitalmarkts und/oder aufgrund der inhaltlichen Ausgestaltung der Information mit einer tatsächlichen Verwertung der Informationen überfordert sind. Für eine solche qualitative Überforderung spricht gerade in Hinblick auf die komplizierten Rechnungslegungsvorschriften viel. Aber auch die standardisierte Publizität (Prospekte, Zwischenberichte, Ad-hoc-Mitteilungen) ist so komplex, dass sie regelmäßig nur von professionellen Kreisen verarbeitet werden kann.<sup>567</sup>

Dieser Gefahr der Überforderung begegnet der Gesetzgeber mit dem Einsatz von so genannten Informationsintermediären. Informationsintermediäre sind professionelle Dritte, die komplexe Informationen verarbeiten und auf den jeweiligen Empfängerhorizont des Kunden zuschneiden, d.h. in ihrer Komplexität reduzieren und auf den jeweiligen Einzelfall anwenden.<sup>568</sup> Die Rolle der Informationsintermediäre nehmen für den Bereich des Wertpapierhandels die Wertpapierdienstleistungsunternehmen wahr. Diese haben beispielsweise den Kunden Informationen in verständlicher Form zur Verfügung zu stellen, damit diese Art und Risiken von Finanzinstrumenten und Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage eine eigene Anlageentscheidung treffen können (§ 31 Abs. 3 WpHG). Zudem müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen im Hinblick auf Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden auf ihre Angemessenheit prüfen und den Kunden eventuell warnen (§ 31 Abs. 4, Abs. 5 WpHG).

In der Theorie begegnet der Einsatz von Informationsintermediären zum Schutz von Kunden zwei grundsätzlichen Bedenken. Zum einen wird darauf hingewiesen, dass

---

564 Vgl. zur Nützlichkeit von Informationen des Herstellers BGH, NJW 1992, 560, 561 ff.

565 Angaben der BaFin auf Anfrage des Verfassers.

566 Angaben der BaFin auf Anfrage des Verfassers.

567 Grundmann, JZ 2000, 1133, 1141.

568 Grundmann, JZ 2000, 1133, 1141; Möllers, in: Hirte/Möllers, KölnKomm WpHG, § 34b Rn. 2 ff.

Informationsintermediäre Interessenkonflikten unterliegen können. Zum anderen setzt der Einsatz von Informationsintermediären voraus, dass die zu begutachtenden Güter einen Wert haben, der hoch genug, damit sich der Einsatz des Informationsintermediärs rechnet.<sup>569</sup> Diese Gefahren hat der Gesetzgeber für die Tätigkeit der Wertpapierdienstleistungsunternehmen weitgehend entschärft. So unterliegen die Unternehmen Verhaltens- und Organisationspflichten, die der Vermeidung von Interessenkonflikten dienen. Zudem bestehen die dargelegten Informations-, Prüfungs- und Hinweispflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen zum Schutz der Kunden unabhängig von einer Wertgrenze für das vom Kunden beabsichtigte Geschäft. Dieser Schutz kommt somit auch Anlegern zu, bei denen sich sonst ein Einsatz von Informationsintermediären nicht rechnen würde. Mit dem gesetzlich vorgesehenen Einsatz von Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Informationsintermediäre wird daher schon allein durch die Informationspflichten ein weitreichender Schutz der Anleger erreicht.

Daneben werden die Informationen aus den Publizitätspflichten auch von der Presse, insbesondere der kapitalmarktbezogenen Fachpresse verwertet. Diese analysieren die öffentlichen Informationen und stellen sie in einer Form dar, die von einem durchschnittlichen Anleger zu verstehen ist. Denn nur wenn ihnen diese Verarbeitung gelingt, können sie sich auf dem Markt behaupten. Der Annahme, dass auch diese Aufbereitung der Erfüllung der grundrechtlichen Schutzpflicht dient, kann nicht entgegenhalten werden, dass dann die Beurteilung des staatlicherseits gewährten Schutzniveaus von einer Tätigkeit Privater abhängt, die zu dieser Tätigkeit nicht gesetzlich verpflichtet sind. Denn dem Staat werden Nebenfolgen seines Handelns durchaus zugerechnet. So wird bei dem grundrechtlichen Eingriffsbegriff dem Staat eine typische, objektiv vorhersehbare Nebenfolge seines Akts zugerechnet und damit als Eingriff qualifiziert.<sup>570</sup> Dann muss auch vice versa eine typische, objektiv vorhersehbare Nebenfolge einer staatlichen Schutzhandlung dem Staat zugerechnet werden und ist für die Beurteilung des Schutzniveaus beachtlich. Die Verwertung der Kapitalmarktinformation durch die Presse ist aufgrund der langen Erfahrung eine typische und objektiv vorhersehbare Nebenfolge der Publizitätspflichten und damit beachtlich für die Beurteilung des Schutzniveaus der Anleger.

---

<sup>569</sup> Grundmann, JZ 2000, 1133, 1141.

<sup>570</sup> Heintschell von Heinegg/Pallas, Grundrechte, Rn. 96; Maurer, Staatsrecht I, § 9 Rn. 47.

Letztlich begegnet jedoch auch der Anlegerschutz durch Informationen Grenzen. Durch Informationspflichten soll ein Informationsgefälle ausgeglichen und so die Funktionsfähigkeit des Marktes wieder hergestellt werden. Damit können Informationspflichten jedoch nur vor solchen Gefahren Schutz gewähren, die aus Informationsgefällen erwachsen. Anderen Gefahren, wie beispielsweise einer Marktmanipulation, kann mit Informationspflichten nicht begegnet werden. Zudem kann ein Schutz nur durch sachlich richtige und rechtzeitige Informationen gewährt werden. Die Durchsetzung von Informationspflichten bedarf daher einer ausreichenden Sanktionsandrohung, insbesondere einer zivilrechtlichen Haftung.<sup>571</sup> Dies ist für den Bereich des Kapitalmarktrechts noch verbesserungswürdig.<sup>572</sup> Außerdem ist der Kapitalmarkt, wie jeder Markt, zwingend informationsasymmetrisch. Denn je transparenter der Kapitalmarkt ist, desto weniger können Marktteilnehmer durch die Entdeckung neuer Informationen gewinnen. Die Marktteilnehmer werden daher mangels Anreiz ihre Suchanstrengungen verringern. Dies hat jedoch zur Folge, dass die Preise weniger informativ werden, da Informationen mangels Suchanreiz nicht mehr entdeckt werden. Der Kapitalmarkt braucht daher für seine Funktionsfähigkeit ein gewisses Maß an Intransparenz, weil nur dann Marktteilnehmer, die nach Informationsvorsprüngen suchen, aufgrund ihrer Informationssuche Gewinne erzielen können und damit einen Anreiz für eine solche Suche haben.<sup>573</sup> Publizität als marktkomplementäre Schutzmaßnahmen gewährt zwar einen sehr weitgehenden Schutz, kann aber allein einen umfassenden Anlegerschutz nicht gewährleisten.<sup>574</sup>

Der Gesetzgeber hat jedoch neben den marktkomplementären Informationspflichten auch marktkorrigierende Maßnahmen ergriffen. Marktkomplementäre Maßnahmen unterstützen die regulativen Kräfte des Marktes. Mit marktkorrigierenden Maßnahmen wird in das Marktgeschehen eingegriffen, um ein Ergebnis zu erzielen, dessen Inhalt die strukturelle Unterlegenheit des Kunden nicht widerspiegelt.<sup>575</sup> Zu nennen sind an dieser Stelle das Anlegerentschädigungssystem, das Verbot der Marktmanipulation und der Schutz der Anleger bei Übernahmen durch das WpÜG. Neben diesen speziellen, wert-

571 Grundmann, JZ 2000, 1133, 1140.

572 Vgl. 2. Teil C. I. 3. (jeweils am Ende der einzelnen Untergliederungen).

573 v.d. Bergh/Lehmann, GRUR Int. 1992, 588, 590; Grohmann, Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht, S. 370; Kumpan, WM 2006, 797, 798; vgl. auch allgemein dazu Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, S. 573.

574 So auch Kind, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtgesetz, S. 546.

575 Bartsch, ZRP 1973, 219, 222; Hart/Köck, ZRP 1991, 61, 63; Kind, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtgesetz, S. 47.

papierrechtlichen Bestimmungen gewähren auch die Regelungen des allgemeinen Vertragsrechts Schutz (Anfechtung, Sittenwidrigkeit, culpa in contrahendo), da einem Wertpapiererwerb auch in der Regel ein Kaufvertrag zugrunde liegt. Zusätzlich wird der Anleger durch die Bestimmungen des StGB geschützt.

Es bleibt damit als Ergebnis festzuhalten, dass allein schon die Publizitätspflichten, insbesondere wegen des Einsatzes der Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Informationsintermediäre, einen guten Schutz gewähren. Es ist zudem zu beachten, dass diese Bestimmungen Eingriffe in die grundrechtliche Position der anderen Marktteilnehmer, insbesondere der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, darstellen. Zudem begibt sich jeder Marktteilnehmer, auch der Anleger, freiwillig auf den Kapitalmarkt. Den Anlegern kommt daher unter dem Gesichtspunkt des Grundrechtsschutzes gegen sich selbst für den Bereich des Kapitalmarktes gegen typische Gefahren des Kapitalmarktes nur ausnahmsweise eine grundrechtliche Schutzpflicht zu Gute.<sup>576</sup> Letztlich ist niemand gezwungen, auf dem Kapitalmarkt Anlagen zu tätigen. In dem Konflikt von Selbstbestimmung des Bürgers, grundrechtlichen Schutzpflichten, grundrechtlichen Positionen der anderen Marktteilnehmer und dem Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers erscheint das Informationsmodell als geeignete Regelungsform, die widerstrebenden Interessen zu einem Ausgleich zu bringen. Ein darüber hinaus gehendes Schutzbedürfnis wird von den marktkorrigierenden Bestimmungen des Wertpapierrechts, des allgemeinen Vertragsrechts und des Strafrechts befriedigt.

Die Summe des Schutzes aus den Publizitätspflichten und den übrigen anlegerschützenden Regelungen bietet insgesamt einen wirksamen und angemessenen Schutz, der den durch die grundrechtliche Schutzpflicht aufgestellten Anforderungen genügt. Eine Pflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG dahingehend, dass die aufsichtsrechtlichen Normen im Bereich des Kapitalmarkts Drittschutz vermitteln müssen, besteht daher nicht.

## **II. Sonstiges Verfassungsrecht**

Abgesehen von den Anforderungen grundrechtlicher Schutzpflichten gibt es noch andere Bedenken gegen die Verfassungsmäßigkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG.

---

<sup>576</sup> Vgl. 1. Teil C. I. 2. a) cc).

## 1. Gesetzgebungskompetenz

§ 4 Abs. 4 FinDAG und seine Parallelvorschriften sind Gesetze des Bundes. Es müsste daher dem Bund die Kompetenz zum Erlass dieser Regelungen zukommen. Dies erscheint auf den ersten Blick aufgrund der Regelung des Art. 74 Abs. 1 Nr. 25 GG unproblematisch. Danach besteht eine konkurrierende Gesetzgebungskompetenz des Bundes für den Bereich der Staatshaftung. Diese Kompetenzzuweisung wurde jedoch erst 1994 eingefügt.<sup>577</sup> Es besteht daher eine Kompetenz für Regelungen zur Staatshaftung, die nach dieser Kompetenzübertragung auf den Bund erlassen wurden. Das FinDAG wurde am 22. April 2002<sup>578</sup> und das WpÜG am 20. Dezember 2001<sup>579</sup> erlassen, so dass für die Regelungen der § 4 Abs. 4 FinDAG und § 4 Abs. 2 WpÜG eine Gesetzgebungskompetenz des Bundes besteht. Die Regelungen in §§ 7 Abs. 6, 12 Abs. 6, 15 Abs. 6, 22 Abs. 2 S. 3 BörsG wurden durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21. Juni 2002<sup>580</sup> erstmals in das BörsG aufgenommen. Auch für diese Regelungen liegt damit eine Gesetzgebungskompetenz des Bundes vor.

Problematisch ist jedoch die Regelung in § 3 Abs. 3 BörsG. Danach nimmt die Börsenaufsichtsbehörde die Aufsicht nur im öffentlichen Interesse wahr. Diese Regelung wurde als damaliger § 1 Abs. 4 BörsG durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz vom 26. Juli 1994<sup>581</sup> in das BörsG eingefügt. Die Kompetenzzuweisung für den Bereich der Staatshaftung wurde dagegen erst 27. Oktober 1994 erlassen.<sup>582</sup> Diese Kompetenzregelung entfaltet keine Rückwirkung<sup>583</sup>, so dass sich zum Zeitpunkt der Einführung von § 3 Abs. 3 BörsG noch keine Bundeskompetenz aus Art. 74 Abs. 1 Nr. 25 GG ergab. Vor der Einfügung von Nr. 25 in Art. 74 Abs. 1 GG bestand für den Bund eine Gesetzgebungskompetenz im Bereich der Staatshaftung nur für Regelungen, die die Haftung für das Fehlverhalten von Bundesbehörden betrafen.<sup>584</sup> Die Börsenaufsichtsbehörde war jedoch eine Landesbehörde<sup>585</sup>, so dass sich insoweit auch keine Gesetzgebungskompetenz des Bundes ergibt. Es liegt damit das Verdikt der formellen Verfassungswidrigkeit nahe.

---

<sup>577</sup> BGBl. 1994 I, S. 3146.

<sup>578</sup> BGBl. 2002 I, S. 1310.

<sup>579</sup> BGBl. 2001 I, S. 1426.

<sup>580</sup> BGBl. 2002 I, S. 2010.

<sup>581</sup> BGBl. 1994 I, S. 1749.

<sup>582</sup> BGBl. 1994 I, S. 3146.

<sup>583</sup> *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 80; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 120.

<sup>584</sup> BVerfGE 61, 149, 205; vgl. auch *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 119.

<sup>585</sup> Vgl. § 3 Abs. 1 BörsG.



Gegen die Annahme einer formellen Verfassungswidrigkeit wird eingewandt, dass diese Regelung nicht unmittelbar die staatliche Haftung regelt, sondern nur mittelbar auf diese einwirkt.<sup>586</sup> Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass der Gesetzgeber mit der Normierung des Schutzzweckes im Bereich der Wirtschaftsaufsicht in erster Linie einen Ausschluss der Staatshaftung verfolgt. Die ersten derartigen Regelungen in § 6 Abs. 3 KWG und § 81 Abs. 1 S. 2 VAG<sup>587</sup> waren die gesetzgeberische Reaktion auf die Wetterstein-Entscheidung vom 15. Februar 1979<sup>588</sup> und die Herstatt-Entscheidung vom 12. Juli 1979<sup>589</sup>.<sup>590</sup> In diesen Entscheidungen hatte der BGH unter Bruch mit der bis dahin herrschenden Meinung entschieden, dass die Pflicht zur Bankenaufsicht auch dem Schutz des individuellen Bankkunden zu dienen bestimmt sei.<sup>591</sup> Mit der Normierung des Schutzzwecks in aufsichtsrechtlichen Regelungen bezweckt der Gesetzgeber einen Ausschluss von Amtshaftungsansprüchen. Er trifft damit eine Regelung im Bereich der Staatshaftung. Die Tatsache, dass der Gesetzgeber dabei den Umweg über eine Schutzzweckbestimmung geht, kann an dieser Einschätzung nichts ändern. Denn entscheidend für die Subsumtion einer Regelung unter einen Kompetenztitel ist in erster Linie der Zweck der Norm.<sup>592</sup> § 3 Abs. 3 BörsG ist damit eine Regelung auf dem Gebiet der Staatshaftung und der Bund bedarf daher einer solchen Gesetzgebungskompetenz.

Einen zweiten Argumentationsstrang gegen das Verdikt der formellen Verfassungswidrigkeit entwickelt *Dimitris Triantafyllou*. Nach seiner Auffassung sei dem Bundesgesetzgeber nur eine umfassende Regelung der Staatshaftung verwehrt, nicht jedoch eine Ausnahmeregelung.<sup>593</sup> Diese Annahme kann jedoch mit Blick auf die eindeutige Regelung des Art. 70 GG nicht überzeugen. Danach hat der Bund für einen Bereich nur die Gesetzgebungskompetenz, wenn ihm diese durch das Grundgesetz verliehen wird. Ob eine Regelung nun eine umfassende Regelung dieses Sachbereichs oder eine Ausnahme zu der grundsätzlichen Regelung darstellt, kann dahinstehen. Denn beide Arten der

---

586 *Schenke*, FS Lorenz, S. 473, 486 zur Regelung des § 81 Abs. 1 S. 3 VAG im Bereich der Versicherungsaufsicht; ebenso *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht, S. 142.

587 Entspricht dem heutigen § 81 Abs. 1 S. 3 VAG.

588 BGHZ 74, 144 ff.

589 BGHZ 75, 120 ff.

590 *Kollhosser*, in: Pröller, Versicherungsaufsichtsgesetz, § 81 Rn. 124; *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2323, 2325.

591 *Schenke/Ruthig*, NJW 1994, 2323, 2325.

592 BVerfGE 13, 143, 148 ff.; 13, 181, 196; 24, 300, 353; 26, 281, 298; 78, 249, 266; *Degenhart*, Staatsrecht I, Staatsorganisationsrecht, Rn. 163.

593 *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 86.

Regelungen stellen – wie gerade dargelegt – Regelungen in diesem Bereich dar und bedürfen daher einer Gesetzeskompetenz.

Für die Beurteilung der aktuellen formellen Verfassungsmäßigkeit von § 3 Abs. 3 BörsG ist jedoch die Neufassung des BörsG zu beachten. Das BörsG wurde am 21. Juni 2002 sowie im Rahmen des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz aus dem Jahre 2007 umfassend reformiert und in ganzem Umfang neu erlassen.<sup>594</sup> Diese Neufassungen stellen ein gänzlich neues Gesetz dar, so dass für die Beurteilung der Gesetzgebungskompetenz auf diesen Zeitpunkt abzustellen ist. Zu diesem Zeitpunkt bestand die Bundeskompetenz aus Art. 74 Abs. 1 Nr. 25 GG. Daher ist § 3 Abs. 3 BörsG in der aktuellen Fassung formell verfassungsgemäß.

## **2. Art. 20 GG**

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG könnte gegen Art. 20 GG verstoßen. In Betracht kommt ein Verstoß gegen das Rechtsstaatsprinzip, den Grundsatz der Gewaltenteilung und das Sozialstaatsprinzip. Ein Element des Rechtsstaatsprinzips aus Art. 20 Abs. 3 GG stellt das Gebot der Klarheit der Gesetzgebung dar. Zur Rechtsstaatlichkeit gehöre, dass staatliches Handeln gegenüber dem Bürger grundsätzlich messbar und vorausberechenbar sein muss.<sup>595</sup> Unter diesem Aspekt wird die gesetzestechnisch dem § 4 Abs. 4 FinDAG vergleichbare Regelung des § 81 Abs. 1 S. 3 VAG von Teilen der Literatur angegriffen. Es wird dem Gesetzgeber einmal ein widersprüchliches Handeln vorgeworfen. Einerseits gestalte er das Versicherungsaufsichtsgesetz in vielen Einzelregelungen drittschützend aus, z.B. durch das häufige explizite Erwähnen der „Belange der Versicherten“. Andererseits normiere er jedoch mit der Regelung des § 81 Abs. 1 S. 3 VAG, dass die Aufsicht ausschließlich im öffentlichen Interesse erfolge.<sup>596</sup> Zum anderen wird der Gesetzgeber dahingehend kritisiert, dass er mit der gesetzestechnischen Anknüpfung an der Drittbezogenheit der Aufsichtspflichten seine wahre Absicht verberge. Denn schließlich gehe es ihm tatsächlich weniger um eine Festlegung des Schutzzweckes, sondern in erster Linie um einen Ausschluss von Amtshaftungsansprüchen.<sup>597</sup>

---

594 BGBl. I 2002, S. 2010; BGBl. I 2007, S. 1330.

595 Grzeszick, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 20 VII. Rn. 27.

596 Tönnies, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, S. 61; Vespermann, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 129.

597 Tönnies, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, S. 61; Vespermann, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 129.

Beide Kritikpunkte können für § 4 Abs. 4 FinDAG als kapitalmarktrechtliche Regelung nicht verfangen. Es sind nur wenige aufsichtsrechtliche Regelungen im Bereich des Kapitalmarktes drittschützend ausgestaltet.<sup>598</sup> Diese wenigen Regelungen lassen sich als Ausnahmen zu dem grundsätzlichen, nichtdrittschützenden Charakter der kapitalmarktrechtlichen Aufsichtspflichten ansehen. Anders als beim VAG besteht damit kein Widerspruch zwischen den durch viele Einzelnormen indizierten Charakter der Versicherungsaufsicht und der Festlegung durch den Gesetzgeber. Auch kann dem Gesetzgeber nicht vorgeworfen werden, dass er mit der regelungstechnischen Ausgestaltung des § 4 Abs. 4 FinDAG seine wahren Absichten verberge. Mit Blick auf die Verknüpfung von § 839 BGB und Art. 34 GG ist es nicht zu beanstanden, wenn der Gesetzgeber für einen Haftungsausschluss an § 839 BGB anknüpft, statt an Art. 34 GG.<sup>599</sup> Dies gilt erst Recht, wenn der Gesetzgeber mit dem Bezug auf die Drittbezogenheit weitere Ziele verfolgt. Mit der Normierung des Schutzzweckes in § 4 Abs. 4 FinDAG möchte der Gesetzgeber auch die Verpflichtung zur Durchsetzung individueller Ansprüche ausschließen.<sup>600</sup> Die Finanzdienstleistungsaufsicht muss eine Vielzahl von Interessen schützen, insbesondere auch dasjenige an der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und an der Stabilität des Finanzsystems.<sup>601</sup> Bei dieser komplexen Interessenlage würde es eine zusätzliche Belastung darstellen, wenn einzelne Akteure die BaFin über den Verwaltungsrechtsweg zu einer bestimmten Handlung verpflichten könnten. Mit der Normierung des Nicht-Drittbezugs der aufsichtsrechtlichen Regelungen verlieren diese ihren Charakter als mögliche Anspruchsgrundlagen für ein Einschreiten durch die BaFin. Der Gesetzgeber verfolgt daher mit der regelungstechnischen Ausgestaltung von § 4 Abs. 4 FinDAG ein weiteres Ziel, so dass sich diese Regulationsform als zweckmäßig und hinsichtlich des Rechtsstaatsprinzips unbedenklich darstellt.

In Betracht kommt außerdem ein Verstoß gegen den Grundsatz der Gewaltenteilung (Art. 20 Abs. 2 S. 2 GG). § 4 Abs. 4 FinDAG ist der Nachfolger von § 6 Abs. 3 KWG, der als Reaktion auf die Rechtsprechung des BGH in Sachen „Wetterstein“ und „Herstatt“ erlassen wurde.<sup>602</sup> Man könnte annehmen, dass in dieser Reaktion, die § 4 Abs.

---

598 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. und 2. Teil A. II.

599 BGHZ 162, 49, 61.

600 Begr. RegE., BT-Drucks. 14/7033, S. 34; vgl. auch *Bewilogua*, Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, S. 95 ff.

601 Vgl. EuGH, WM 2005, 365, 369.

602 Vgl. oben 2. Teil C. II. 1.

4 FinDAG fortsetzt, ein Eingriff der Legislative in die Rechte der Judikative zu sehen ist.<sup>603</sup> Der Bereich der Judikative ist die Rechtsanwendung auf den Einzelfall.<sup>604</sup> Mit § 4 Abs. 4 FinDAG wird jedoch weder ein Einzelfall durch den Gesetzgeber entschieden noch sieht die Regelung Rückwirkung im Hinblick auf die bereits ergangenen Entscheidungen vor.<sup>605</sup> Auch wird der Rechtsprechung keine verbindliche Interpretation des Begriffs der Drittbezogenheit vorgeschrieben, sondern lediglich der Schutzzweck für einen Teilbereich staatlicher Aufsicht gesetzlich bestimmt.<sup>606</sup> Eine solche Bestimmung des Schutzzwecks stellt, auch als Reaktion zu konträrer Rechtsprechung, keinen Verstoß gegen das Prinzip der Gewaltenteilung dar. Die Kompetenz den Inhalt und damit auch den Schutzzweck von Gesetzen festzulegen liegt beim Gesetzgeber.<sup>607</sup> Schließlich ist es diesem unbenommen, die geltenden Aufsichtsgesetze aufzuheben und durch explizit nicht-drittschützend ausgestaltete zu ersetzen.

Zudem wird zum Teil die Verfassungsmäßigkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG im Hinblick auf das Sozialstaatsprinzip in Zweifel gezogen.<sup>608</sup> *Edgar Habscheid* argumentiert, dass mit dem Ausschluss des Drittbezugs der Schutz der wirtschaftlich Schwachen in einer Weise vernachlässigt werde, die dem Sozialstaatsprinzip widerspreche.<sup>609</sup> Dieser Auffassung kann allein schon aufgrund der veränderten Rechtslage nicht zugestimmt werden. Das Hauptargument *Habscheids* ist die Tatsache, dass zu dem damaligen Zeitpunkt die Sparer keinen Rechtsanspruch gegen den Einlagensicherungsfond des Bundesverbandes Deutscher Banken habe. Nach der aktuellen gesetzlichen Regelungen haben Anleger jedoch einen Rechtsanspruch gegen die Entschädigungseinrichtung.<sup>610</sup> Zudem kann ein Verstoß von § 4 Abs. 4 FinDAG gegen das Sozialstaatsprinzip aus Art. 20 Abs. 1 GG erst dann angenommen werden, wenn das Existenzminimum des

603 *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 34 Rn. 190; *ders.*, in: Münchener Kommentar, BGB, § 839 Rn. 251.

604 *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht?, S. 123 m.w.N.; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 129.

605 *Schenke*, FS Lorenz, S. 487; *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 87; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 125.

606 *Schenke*, FS Lorenz, S. 487; *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht?, S. 139.

607 *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht?, S. 123; *Nicolaysen*, GS Martens, S. 666; *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 86 ff. mit Rückgriff auf die Wesentlichkeitstheorie; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 125.

608 *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht?, S. 125 f. zur Vorgängerregelung § 6 Abs. 3 KWG. Zu dem Verhältnis § 4 Abs. 4 FinDAG und der Verbindung von Sozialstaatsprinzip und Grundrechten vgl. oben 2. Teil C. I. 1. a) cc) (5).

609 *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht?, S. 125 f.

610 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. m).

Anlegers gefährdet ist.<sup>611</sup> Eine Gefährdung des Existenzminimums durch Gefahren des Kapitalmarkts ist theoretisch nur schwer vorstellbar und könnte wohl allein nur für den Bereich der Altersvorsorge durch Wertpapieranlagen eintreten. Zudem wird mit den weitgehenden Regelungen zum Anlegerschutz auch der wirtschaftlich schwache Anleger ausreichend geschützt.<sup>612</sup> § 4 Abs. 4 FinDAG verstößt daher nicht gegen das Sozialstaatsprinzip.

### 3. Art. 3 Abs. 1 GG

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG könnte gegen den in Art. 3 Abs. 1 GG normierten allgemeinen Gleichheitssatz verstoßen. Ein Verstoß gegen Art. 3 Abs. 1 GG liegt vor, wenn wesentlich Gleiches ungleich behandelt wird und diese Ungleichbehandlung nicht gerechtfertigt ist. Für die Feststellung einer Ungleichbehandlung bedarf es daher des Vergleiches zweier Gruppen, die wesentlich gleich sind. Wesentliche Gleichheit bedeutet, dass Personen(-gruppen) oder Sachverhalte aufgrund eines Bezugspunktes (tertium comparationis) vergleichbar sind. Der Bezugspunkt ist der gemeinsame Oberbegriff (genus proximum), der einen Vergleich zulässt. Gehören die zu vergleichenden Personen(-gruppen) oder Sachverhalte demselben Bezugspunkt an, sind sie vergleichbar.<sup>613</sup> Als Vergleichsgruppen bieten sich die durch die kapitalmarktrechtliche Aufsicht geschützten Anleger und die durch das sonstige Polizei- und Ordnungsrecht vor Gefahren geschützte Allgemeinheit an. Die kapitalmarktrechtliche Aufsicht ist eine spezialgesetzlich geregelte Gefahrenabwehr,<sup>614</sup> so dass beide Sachverhalte dem Oberbegriff der Gefahrenabwehr unterfallen und diese Gruppen damit als wesentlich gleich einzustufen sind.<sup>615</sup> Da der zweiten Gruppe, anders als den Anlegern, bei einem schuldhaften Versagen der Amtswalter ein Amtshaftungsanspruch zukommt, besteht insoweit auch eine Ungleichbehandlung. Diese Ungleichbehandlung ist jedoch verfassungsrechtlich gerechtfertigt. Mit Blick auf die Komplexität der Aufsicht, die fiskalischen Interessen des Staates, die Wertigkeit der betroffenen Rechtsgüter und der Möglichkeit zum

---

611 *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 127; vgl. allgemein zu den Anforderungen durch das Sozialstaatsprinzip *Benda*, Ders soziale Rechtsstaat, in: HbVR, § 17 Rn. 116; *Bieback*, KJ 1998, 162, 174.

612 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3., 4.

613 *Jarass*, in: *Jarass/Pieroth*, GG, Art. 3 Rn. 4 ff.; *Pieroth/Schlink*, Grundrechte, Staatsrecht II, Rn. 431 ff.

614 Siehe oben 2. Teil A. II. 1.

615 So zur Versicherungsaufsicht *Schenke*, FS Lorenz, S. 501; *Tönnies*, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, S. 57 f.; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 131.

Selbstschutz erscheinen die Vergleichsgruppen als so unterschiedlich, dass eine Ungleichbehandlung verfassungsrechtlich gerechtfertigt ist.<sup>616</sup>

Eine andere Bewertung könnte sich jedoch aus dem Umstand ergeben, dass § 4 Abs. 4 FinDAG Amtshaftungsansprüche für den gesamten Bereich der Finanzdienstleistungsaufsicht ausschließt und damit auch die Bank- und Versicherungskunden betrifft. Man könnte daher annehmen, dass eine Unvereinbarkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG mit Art. 3 Abs. 1 GG aus der Ungleichbehandlung der durch die Finanzdienstleistungsaufsicht geschützten Personen im Vergleich zu den durch das allgemeine Polizei- und Ordnungsrecht geschützten Personen resultiert. Die verfassungsrechtliche Bewertung dieser Vergleichsgruppen kann jedoch dahingestellt bleiben, denn auch bei Annahme eines Verstoßes gegen Art. 3 Abs. 1 GG würde dies die rechtliche Situation bei der Kapitalmarktaufsicht nicht ändern. Denn für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht ist die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG mit Art. 3 Abs. 1 GG vereinbar. Selbst wenn man für den Bereich der Versicherungs- und Bankenaufsicht ein Verstoß gegen den allgemeinen Gleichheitssatz annimmt, wird § 4 Abs. 4 FinDAG nur teilweise als mit dem Grundgesetz unvereinbar erklärt. Im Übrigen ist die Regelung weiter anzuwenden.<sup>617</sup> § 4 Abs. 4 FinDAG wird daher für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht Anwendung finden.

#### **4. Art. 19 Abs. 4 GG**

Es werden auch keine hinsichtlich der Vereinbarkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG mit der Rechtsschutzgarantie des Art. 19 Abs. 4 GG Bedenken geäußert. Eine solche Ansicht vertritt *Peter-Michael Huber*. Seiner Auffassung nach besteht ein subjektives öffentliches Recht auf zumindest ermessensfehlerfreie Entscheidung über ein aufsichtliches Einschreiten, wenn durch das Geschäftsgebaren einzelner Institute die grundrechtlich, insbesondere durch Art. 14 Abs. 1 GG, geschützten Interessen im Einzelfall unzumutbar beeinträchtigt würden.<sup>618</sup> Er argumentiert also dahingehend, dass es mit Art. 19 Abs. 4 GG unvereinbar ist, dieses subjektive öffentliche Recht auf ermessensfehlerfreie Entscheidung durch § 4 Abs. 4 FinDAG auszuschließen. Dem ist jedoch zweierlei entgegenzuhalten. Art. 19 Abs. 4 GG begründet keine subjektiven Rechte,

---

616 Vgl. BGHZ 162, 49, 66.

617 Vgl. BVerfGE 71, 1, 10 f.; *Jarass*, in: *Jarass/Pieroth*, GG, Art. 20 Rn. 35.

618 *Huber*, Konkurrenzschutz im Verwaltungsrecht, S. 296.

sondern setzt diese voraus und gewährt bei ihrer Verletzung gerichtlichen Rechtsschutz.<sup>619</sup> § 4 Abs. 4 FinDAG beeinträchtigt jedoch nicht den gerichtlichen Schutz subjektiver Rechte. Vielmehr schließt die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG im Bereich der Kapitalmarktaufsicht das Bestehen subjektiver Rechte aus. Es mangelt damit an einem subjektiven Recht der Betroffenen, so dass eine Verletzung von Art. 19 Abs. 4 GG ausscheidet.<sup>620</sup> Soweit *Huber* auf spezielle Freiheitsgrundrechte rekurriert, sei auf das obige Ergebnis verwiesen, wonach auch grundrechtliche Schutzpflichten eine Verfassungswidrigkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG nicht begründen können.<sup>621</sup>

Mit einer anderen Argumentation begründet *Robert Bewilogua* eine Verfassungswidrigkeit der Schutzzweckbestimmung durch § 4 Abs. 4 FinDAG<sup>622</sup> im Hinblick auf Art. 19 Abs. 4 GG. Nach seiner Auffassung verstößt die Norm gegen Art. 19 Abs. 4 GG i.V.m. Art. 2 Abs. 1, 14 Abs. 1 GG, weil sie die prozessuale Durchsetzbarkeit grundrechtlich geforderter Ausnahmetatbestände des WpÜG verhindere und Dritten generell den Rechtsweg gegen aufsichtsbehördliche Verfügungen versperre. Ein direkter Rückgriff auf die Grundrechte für die notwendige Eröffnung des Rechtsweges sei wegen des Anwendungsvorranges des einfachen Rechts im Rahmen des Schutznormtheorie ausgeschlossen.<sup>623</sup> Als Beispiele nennt *Bewilogua* die Befreiungstatbestände zu Gunsten des Bieter in §§ 20, 36 f. WpÜG und die Befreiung vom Pflichtangebot nach § 35 WpÜG. Die Befreiungstatbestände der §§ 20, 36 f. WpÜG seien Ausprägung der Verhältnismäßigkeitsanforderungen an den mit dem Pflichtangebot nach § 35 WpÜG verbunden Eingriff in die Privatautonomie. Die Subjektivierung dieser Tatbestände sei daher verfassungsrechtlich geboten und indem § 4 Abs. 4 FinDAG diese verhindere, verstoße er gegen Art. 19 Abs. 4 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 GG.<sup>624</sup> Des weiteren meint *Bewilogua*, dass § 35 WpÜG den Minderheitsaktionären einen Anspruch auf Abschluss eines Wertpapiererwerbsvertrages gewähre und sieht daher in dem Pflichtangebot nach § 35 WpÜG

619 *Jarass*, in: *Jarass/Piero*, GG, Art. 19, Rn. 36 ff., 49 f.; *Piero/Schlink*, Grundrechte, Staatsrecht II, Rn. 1006 ff.; *Schenke*, in: *Bonner Kommentar zum GG*, Art. 19 Abs. 4 Rn. 287; *Schmidt-Aßmann*, in: *Maunz/Dürig*, GG, Art. 19 Abs. 4 Rn. 7.

620 *Schenke*, FS Lorenz, S. 487 f.; *ders./Ruthig*, NJW 1994, 2324, 2326; im Ergebnis ebenso *Habscheid*, Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht, S. 150; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 135; *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht, S. 140 f.

621 Vgl. oben 2. Teil C. I. 4.

622 Im Mittelpunkt seiner Arbeit steht der § 4 Abs. 2 WpÜG. Seine Argumentation kann jedoch auch auf § 4 Abs. 4 FinDAG übertragen werden, da die Regelung des § 4 Abs. 2 WpÜG der des § 4 Abs. 4 FinDAG entspricht.

623 *Bewilogua*, Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, S. 146 ff., 157 ff., 188.

624 *Bewilogua*, Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, S. 146 ff.

eine von Art. 14 Abs. 1 GG geschützte Position. Diese Position könne den Aktionären durch eine rechtswidrige Befreiungsverfügung zu Gunsten des Bieters entzogen werden. Nach Art. 19 Abs. 4 GG müsse ihnen daher der Rechtsweg gegen diese Verfügung eröffnet sein.<sup>625</sup>

Diese Argumentation von *Bewilogua* kann nicht überzeugen, da sie auf einer inkonsequenten Anwendung der Vorgaben der Schutznormtheorie beruht. Bei der Bestimmung von subjektiven Rechten im Rahmen der Schutznormtheorie ist vorrangig das unterverfassungsrechtliche Recht anzuwenden. Nur wenn es an einer einfachgesetzlichen Vorgabe fehlt, darf unmittelbar auf die Grundrechte zurückgegriffen werden.<sup>626</sup> Bei einer konsequenten Anwendung des Vorrangs des einfachen Rechts bei der Bestimmung von subjektiven Rechten kommt im Bereich des Kapitalmarktes vorrangig die einfachgesetzliche Norm des § 4 Abs. 4 FinDAG zur Anwendung und verhindert schon das Entstehen von subjektiven Rechten. Es bestehen daher schon keine subjektiven Rechte deren mangelnde prozessuale Durchsetzbarkeit gegen Art. 19 Abs. 4 GG verstoßen könnte.

Eine Verfassungswidrigkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG ergibt sich auch nicht aus dem Argument, dass eine Subjektivierung der Befreiungstatbestände der §§ 20, 36 f. WpÜG verfassungsrechtlich gefordert sei. Eine solche Argumentation geht davon aus, dass die Grundrechte zwingend eine Subjektivierung des sie konkretisierenden einfachen Rechts fordern.<sup>627</sup> Diese Prämisse ist jedoch falsch. Es ist vielmehr Aufgabe des Gesetzgebers grundrechtliche Position durch die Zuweisung von subjektiven Rechtspositionen im einfachen Recht umzusetzen. In einer Rechtsordnung, in der eine Vielzahl von grundrechtlich geschützten Interessen aufeinander treffen können, ist das Gesetz ein Steuerungsinstrument für eine sachgerechte und ausgleichende Lösung der Konflikte.<sup>628</sup> Würden Grundrechte zwingend eine Subjektivierung des einfachen Rechts erfordern, dann wäre wegen des umfassenden grundrechtlichen Schutzes dieses Steuerungsinstrument weitestgehend ausgeschaltet.

---

625 *Bewilogua*, Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, S. 157 ff.

626 Vgl. oben 2. Teil A. I. 2. d).

627 *Bewilogua*, Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, S. 146.

628 BVerwGE 81, 329, 343; 89, 69, 78; *Schmidt-Aßmann*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 19 Abs. 4 GG, Rn. 121.



Des weiteren geht *Bewilogua* in seinem zweiten Beispiel von unzutreffenden Voraussetzungen aus. Die Regelung des § 35 WpÜG begründet gerade keinen Anspruch des einzelnen Anlegers auf Abnahme seiner Wertpapiere.<sup>629</sup> Der Gesetzgeber hat dieser Auffassung im Rahmen der Schaffung des KapMuG eine eindeutige Absage erteilt.<sup>630</sup> So heißt es in der Regierungsbegründung zum KapMuG, dass „das WpÜG entsprechende Individualansprüche von Anlegern auf den Abschluss solcher Verträge nicht vorsieht“.<sup>631</sup> Es mangelt daher schon an einer durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Rechtsposition, in die eine rechtswidrige Befreiungsverfügung der BaFin eingreifen könnte.

Es ist damit als Ergebnis festzuhalten, dass § 4 Abs. 4 FinDAG nicht gegen Art. 19 Abs. 4 GG verstößt.

## 5. Art. 34 GG

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG erscheint in Hinblick auf Art. 34 GG bedenklich. Denn § 4 Abs. 4 FinDAG stellt einen speziell konstruierten Haftungsausschluss dar. Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG schließt nicht unmittelbar einen Amtshaftungsanspruch aus, sondern setzt an § 839 BGB im Rahmen des Drittbezugs der Amtspflicht an. Ein Teil der Literatur sieht darin einen Formmissbrauch.<sup>632</sup> Andere wiederum negieren aufgrund dieser Konstruktion einen Verstoß gegen Art. 34 GG. Da Art. 34 GG eine drittbezogene Amtspflicht bzw. deren Verletzung voraussetze, sei mangels einer solchen drittbezogenen Amtspflicht der Anwendungsbereich von Art. 34 GG durch § 4 Abs. 4 FinDAG nicht betroffen.<sup>633</sup> Beide Auffassungen können nicht überzeugen. Ein Amtshaftungsanspruch gegen den Staat ergibt sich erst aus der Verknüpfung von § 839 BGB und Art. 34 GG. Es ist daher in regelungstechnischer Hinsicht mit Blick auf den Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers nicht zu beanstanden, wenn der Gesetzgeber für einen Haftungsausschluss an § 839 BGB anknüpft, statt an Art. 34 GG.<sup>634</sup> Dann ist diese Regelung jedoch auch als das zu qualifizieren, was sie faktisch bewirkt

629 *Ekkenga/Schulz*, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 35 Rn. 77; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/U.H. Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 252; *Mülbert/U.H. Schneider*, WM 2003, 2301, 2307; *Schnorbus*, WM 2003, 657, 663; *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 35 Rn. 108 ff.; *Tschauner*, in: Geibel/Sußmann, WpÜG, § 35 Rn. 79 f.

630 *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 35 Rn. 109.

631 Begr. RegE. KapMuG, BR-Drucks. 2/05, S. 42.

632 *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 34 Rn. 190.

633 *Binder*, WM 2005, 1781, 1786 f.; *Schenke*, FS Lorenz, S. 486; *ders./Ruthig*, NJW 1994, 2324, 2326; *Wondra*, Staatshaftung für fehlsame Wirtschaftsaufsicht?, S. 141.

634 BGHZ 162, 49, 61.

und wie sie auch vom Gesetzgeber gewollt ist<sup>635</sup> – als Ausschluss der Amtshaftung. Anderenfalls könnte der Gesetzgeber unter Umgehung von Art. 34 GG die Amtshaftung durch Normierung aller aufsichtsrechtlichen Gesetze als nicht-drittbezogen vollständig aushebeln. § 4 Abs. 4 FinDAG stellt damit einen einfach-gesetzlichen Haftungsausschluss dar, der an Art. 34 GG zu messen ist.<sup>636</sup>

#### a) Verfassungsrechtliche Vorgaben

Rechtsprechung und herrschende Lehre erachten einfach-gesetzliche Haftungsausschlüsse grundsätzlich für zulässig.<sup>637</sup> Die gegenteilige Auffassung<sup>638</sup>, die in Art. 34 GG eine ausnahmslose Garantie der Staatshaftung erblickt, kann mit Blick auf Wortlaut und Entstehungsgeschichte der Norm nicht überzeugen. Denn nach dem Wortlaut des Art. 34 GG ist der Staat für amtspflichtwidriges Verhalten seiner Amtsträger nur „grundsätzlich“ verantwortlich. Wo ein Grundsatz besteht, müssen auch Ausnahmen zulässig sein. Zudem standen ausweislich der Materialien zu den Beratungen im Parlamentarischen Rat und in den Ausschüssen Entwürfe zur Neufassung des Amtshaftungsartikels zur Diskussion, die eine „ausschließliche“ Haftung des Staates anordneten. Diese Konzeption wurde jedoch zugunsten der Normierung einer „grundsätzlichen“ Verantwortung aufgegeben. Der Verfassungsgeber wollte mit dieser Formulierung eine Angleichung an die Rechtslage in der Weimarer Republik, in der die Zulässigkeit von Ausnahmen zum Grundsatz der Staatshaftung in Art. 131 WRV anerkannt war, erreichen und somit mit dieser Formulierung auch für das Grundgesetz Haftungsbeschränkungen und -ausschlüsse ermöglichen.<sup>639</sup>

Nach dieser herrschenden Auffassung enthält Art. 34 GG eine Mindestgarantie der Staatshaftung, die einer institutionellen Garantie vergleichbar ist und die der Gesetz-

---

635 Vgl. oben 2. Teil C. II. 1.

636 Dies scheint auch die Auffassung des BGH zu sein, der die regelungstechnische Konstruktion von § 4 Abs. 4 FinDAG billigte, sie jedoch bei der Frage der Verfassungsmäßigkeit an Art. 34 GG maß, vgl. BGHZ 162, 49, 61 ff.

637 BVerfGE 61, 149, 199 f.; BGHZ 9, 289, 290; 12, 96, 98; 13, 241, 242; 25, 231, 237; 36, 193, 195; 61, 7, 14; 76, 375, 379; 76, 387, 389; 99, 62, 64; *Bonk*, in: Sachs, GG, Art. 34 Rn. 3; v. *Danwitz*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art. 34 Rn. 105; *Hörstel*, MDR 1994, 633, 636; *Nußgens*, FS Gelzer, S. 300; *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 96 f.; *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 34 Rn. 235 ff.; *ders.*, in: Münchener Kommentar, BGB, § 839 Rn. 336; *Pfab*, Staatshaftung in Deutschland, S. 86 f.; *Tönnies*, Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, S. 60; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 122.

638 v. *Mangoldt/Klein*, Das Bonner Grundgesetz, 2. Aufl., Art. 34 Anm. II 8.

639 BVerfGE 61, 149, 200; BGHZ 9, 289, 290 f.; *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, S. 68 f.

geber nicht unterschreiten darf.<sup>640</sup> Bei institutionellen Garantien kommt dem Gesetzgeber eine Kompetenz zur näheren Ausgestaltung und Eingrenzung dieser Institute zu. Diese Befugnis findet ihre Grenze erst am Wesensgehalt von Instituten. Der Gesetzgeber darf die Institute nicht abschaffen oder in ihrem Wesensgehalt (Kernbereich) antasten.<sup>641</sup> Entsprechend dem Wesen des Art. 34 als verfassungsrechtlicher Mindestgarantie hat der Gesetzgeber daher auch eine Befugnis zur näheren Ausgestaltung und Begrenzung des Instituts Staatshaftung.<sup>642</sup> Im Falle des Art. 34 GG besteht diese Kompetenz jedoch in engeren Grenzen als bei institutionellen Garantien. Denn Art. 34 GG verweist haftungsausschließende Gesetze als Durchbrechungen eines Grundsatzes von vornherein in den Bereich der Ausnahme. Anders als grundsätzlich bei institutionellen Garantien, wo der Gesetzgeber nur an den Wesensgehalt, also den begrifflichen Mindestgehalt des Instituts gebunden ist, darf der Gesetzgeber im Bereich der Staatshaftung nach Art. 34 GG nur eine Ausnahme vom Grundsatz festlegen.<sup>643</sup> Entscheidend für die Verfassungsmäßigkeit eines Haftungsausschlusses ist damit die Frage, ob dieser eine Ausnahme darstellt.

Die Rechtsprechung hat sich in der Vielzahl von Entscheidungen, die zu Ausnahmen vom Grundsatz der Staatshaftung ergingen, kaum zu den Kriterien einer solchen Ausnahme geäußert. Sie hat zu dieser Frage nur ausgeführt, dass Ausnahmen sachgerecht<sup>644</sup> sein müssen, sich an der Grundrichtung der Verfassung auszurichten haben<sup>645</sup> und nur in engen Grenzen<sup>646</sup> zulässig sind. Der Begriff der Ausnahme in Art. 34 GG hat daher durch die bundesrepublikanische Rechtsprechung keine Präzisierung erfahren. Allein in der Literatur finden sich einige Versuche zu dessen Konkretisierung. Dabei wird stets der Ausnahmecharakter einer Haftungsbeschränkung/-ausschlusses betont und es besteht weitgehende Einigkeit, dass die Grenzen für eine Ausnahme eng zu ziehen

640 BVerfGE 61, 149, 199; *Bonk*, in: Sachs, GG, Art. 34 Rn. 3; *Bryde*, in: v. Münch/Kunig, GG, Art. 34 Rn. 1; v. *Danwitz*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art. 34 Rn. 3; *Jarass*, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 34 Rn. 2; *Lerche*, JuS 1961, 237, 243; *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 34 Rn. 101; *Pfab*, Staatshaftung in Deutschland, S. 87; *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, S. 134.

641 BVerfGE 3, 58, 136 f.; 8, 332, 342; 67, 1, 12; *Dreier*, in: Dreier, GG, Vorb. Rn. 107; *Manssen*, Staatsrecht II, Rn. 49; *Stern*, Idee und Elemente eines System der Grundrechte, in: HStR V, § 109 Rn. 54.

642 *Papier*, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 34 Rn. 239; *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, S. 134.

643 *Pfab*, Staatshaftung in Deutschland, S. 87; *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, S. 136.

644 BGHZ 76, 375, 379; 99, 62, 64; 162, 49, 62.

645 BGHZ 99, 62, 64; 162, 49, 62.

646 BGHZ 25, 231, 237.

sind.<sup>647</sup> Dahingehend hat sich schon *Gerhard Anschütz* in seinem Kommentar zur Weimarer Reichsverfassung geäußert. Dort führt er aus, dass Ausnahmen vom Grundsatz der Staatshaftung nur „innerhalb gewisser – naturgemäß nicht weiter, sondern enger – Grenzen“ zulässig sind.<sup>648</sup> So darf es auch nach *Hans-Jürgen Papier* Haftungsausschlüsse und -beschränkungen nur „in Randzonen und nur bereichsspezifisch“ geben.<sup>649</sup> Neben diesen allgemeinen Äußerungen ist auch die wissenschaftliche Literatur mit der Aufstellung von konkreten Kriterien, wann ein Haftungsausschluss noch eine Ausnahme i.S.v. Art. 34 GG darstellt und wann nicht, sehr zurückhaltend. Dies gilt insbesondere für die Stellungnahmen jüngerer Datums, so dass die monographische Schrift von *Karl Richter*<sup>650</sup> aus dem Jahre 1968 zu dieser Frage maßgeblich geblieben ist.

Ausgehend von der zutreffenden Annahme, dass die Beurteilung eines Haftungsausschlusses als Ausnahme am Maßstab des staatlichen Gesamthaftungsrisiko, das sich kumulativ aus der Haftungsträchtigkeit aller einzelnen Staatstätigkeiten ergibt, zu bestimmen ist, hat *Richter* zur Bewertung des einzelnen Haftungsausschlusses folgende Kriterien entwickelt:<sup>651</sup>

- die Wahrscheinlichkeit, dass im vom Ausschluss erfassten Tätigkeitsbereich die tatbestandlichen Voraussetzungen der Staatshaftung nach § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG eintreten werden,
- der Umfang des ausgeschlossenen Haftungsrisikos und
- die Möglichkeit anderweitiger, staatlicher Absicherung gegen das Schadensrisiko.

#### **b) Der Haftungsausschluss des § 4 Abs. 4 FinDAG**

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG ist an diesen Vorgaben nun zu messen, um zu bestimmen, ob dieser Haftungsausschluss noch eine zulässige Ausnahme zum Grundsatz der Staatshaftung darstellt oder bereits die Grenzen des Art. 34 GG überschreitet.

---

647 v. *Danwitz*, in: v. *Mangoldt/Klein/Starck*, GG, Art. 34 Rn. 105; *Papier*, in: *Maunz/Dürig*, GG, Art. 34 Rn. 240; *Pfab*, Staatshaftung in Deutschland, S. 87; *Rentschler*, DÖV 1956, 207, 207; *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 122.

648 *Anschütz*, Die Verfassung des deutschen Volkes, Art. 131 Anm. 13.

649 *Papier*, in: *Maunz/Dürig*, GG, Art. 34 Rn. 240.

650 *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG.

651 Vgl. *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, S. 142 ff.

Das Kriterium der Wahrscheinlichkeit der Tatbestandsverwirklichung erscheint in dem Fall des § 4 Abs. 4 FinDAG nicht fruchtbar. Denn auch im durchaus komplexen Bereich des Kapitalmarkts besteht keine im Vergleich zu sonstigen Staatstätigkeiten erhöhte Wahrscheinlichkeit der Verwirklichung des Tatbestandes der Amtshaftung, da nicht ein bestimmter Aufsichtserfolg, sondern nur eine sorgfaltsgemäße Aufsichtstätigkeit geschuldet wird. Für den Ausnahmecharakter des § 4 Abs. 4 FinDAG schlägt sich die Möglichkeit, mittels der Entschädigungseinrichtung für Wertpapierdienstleistungsunternehmen Ersatz zu erlangen, nieder. Es wird durch diese Möglichkeit jedoch nur ein Teil der am Kapitalmarkt bestehenden Risiken aufgefangen,<sup>652</sup> so dass auch diese Erwägung nicht allein ausschlaggebend sein kann. Entscheidende Bedeutung für die Beurteilung der Verfassungsmäßigkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG kommt daher dem Kriterium des Umfangs des ausgeschlossenen Haftungsrisikos zu.

Der Umfang des durch einen Haftungsausschluss ausgeschlossenen Haftungsrisiko bestimmt sich anhand von drei Faktoren: die Schadensneigung der staatlichen Tätigkeit, die Weite des vom Ausschluss erfassten Gebietes der Staatstätigkeit und die wirtschaftliche Bedeutung dieses Gebietes bzw. der dort zu erwartenden Schäden<sup>653</sup>.<sup>654</sup> Denn ein Haftungsrisiko ist das Produkt dieser drei Faktoren, Schadenswahrscheinlichkeit, Menge der betroffenen Personen und durchschnittliche Schadenshöhe. Es sind damit die Antworten auf die folgenden Fragen, die ein Haftungsrisiko bestimmen: Wie wahrscheinlich ist ein Schaden in dem vom Haftungsausschluss betroffenen Gebiet? Wie viele (natürliche und juristische) Personen betrifft die (haftungsfreie) Staatstätigkeit? Wie hoch wird der Schaden der betroffenen Person bei einem Schadensfall (durchschnittlich) sein?

Bei der Beurteilung dieser Faktoren in Bezug auf die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG ist die gewandelte Rolle des Kapitalmarkts in der heutigen Wirtschaftsstruktur zu beachten. Diese Phänomene werden in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaft vielfach unter dem Begriff Finanzialisierung oder Finanzmarktkapitalismus diskutiert.

---

652 Vgl. oben 2. Teil C. I. 3. m).

653 ähnlich auch *Rentschler*, DÖV 1956, 207, 208.

654 Vgl. *Richter*, Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, S. 143 f.

#### **aa) Die gewandelte Rolle des Kapitalmarktes bei der Unternehmensfinanzierung**

Diese Begriffe beschreiben das Phänomen, dass sich die Finanzierung großer Unternehmen von den Kredit gebenden Banken auf Aktienbeteiligungen durch Investment-Fonds – einschließlich Renten- und Immobilien-Fonds – verlagert hat. Unternehmen generieren das für Betriebsführung und Expansion erforderliche Kapital nicht mehr vorwiegend aus Krediten, sondern durch die Ausgabe von Wertpapieren.<sup>655</sup> Dieser Wandel der Unternehmensfinanzierung hat in Deutschland wesentliche Veränderungen der makroökonomischen Struktur, insbesondere einen gesteigerten Einfluss der Kapitalmarktakteure auf die Unternehmen der Produkt-/Gütermärkte zur Folge.

Bis in die Mitte der 1990er Jahre war die Unternehmensfinanzierung in Deutschland durch die Vormachtstellung der großen Universalbanken geprägt. Die Banken versorgten die Unternehmen durch die Vergabe langfristiger Kredite mit der für die Unternehmensführung erforderlichen Kapitalbasis.<sup>656</sup> Im Gegenzug sicherten sich die Banken eine graduelle Kontrolle über das kreditnehmende Unternehmen. Als Kontrollinstrumente fungierten z.B. Aktienbesitz der Banken, die Präsenz von Bankdirektoren im Aufsichtsrat und die Verfügung über Depotstimmrechte der Kunden.<sup>657</sup> Aufgrund der rechtlichen Struktur von Kreditverträgen war diese Einflussnahme der Banken nicht auf eine riskante Strategie der Profitmaximierung gerichtet, sondern hielt die Unternehmen zu sicheren Profiten mittlerer Höhe an. Denn die Banken erhielten nur einen fixen Zinssatz, partizipierten daher nicht an Erfolgen riskanter Strategien und waren primär an der Rückzahlungsfähigkeit der Unternehmen interessiert. Die Kredite der Banken waren daher geduldiges, kontrollierendes und risikoaverses Kapital.<sup>658</sup> Dieses, auch als Deutschland AG bezeichnete System der Banken-Kontrolle befindet sich seit Mitte der 1990er Jahre in fortschreitender Auflösung. Die Banken verkaufen ihre Beteiligungen

---

655 *Deutschmann*, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 60 ff.; *Schimank*, Leviathan 2007, 47, 51; *Windolf*, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 23 ff.

656 Die Banken in Deutschland vergaben im Zeitraum 1980-89 die meisten Kredite an Unternehmen. Gemessen am Bruttosozialprodukt waren es 82 v.H., in den USA dagegen nur 66 v.H., vgl. *Beck/Levine*, J. Fin. Ec. 64 (2002), 147, 177; vgl. auch *Cioffi/Höpner*, Politische Vierteljahresschrift 47 (2006), 419, 423; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 9.

657 *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 10 f.; *Schimank*, Leviathan 2007, 47, 52; *Windolf*, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 21.

658 *Manow*, Globalisierung, „Corporate Finance“ und koordinierter Kapitalismus, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 243 f.; *Schimank*, Leviathan 2007, 47, 52; *Windolf*, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 21 f.; *ders.*, Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 9.

an Unternehmen der Produkt-/Gütermärkte und ziehen sich aus den Aufsichtsräten der Großunternehmen zurück.<sup>659</sup>

Mit dem Rückzug der Banken erfolgt eine Machtverschiebung zugunsten der Kapitalmärkte. Denn nach dem Rückzug der Banken aus der Unternehmensverflechtung stoßen die institutionellen Anleger, in erster Linie Investment- und Pensionsfonds sowie in zunehmendem Maße auch Hedge-Fonds, in dieses Vakuum vor.<sup>660</sup> Dieser Vorstoß wird durch mehrere Faktoren begünstigt. Zunächst halten die privaten Haushalte in steigendem Maße ihre Ersparnisse nicht mehr auf Bankkonten oder in Form von Aktienbesitz, sondern investieren diese bei institutionellen Anlegern, so dass diese über reichlich Kapital verfügen.<sup>661</sup> Mit der Liberalisierung der europäischen Kapitalmärkte wurden deutsche Unternehmen auch für ausländisches Kapital vereinfacht zugänglich.<sup>662</sup> Die Entwicklung neuer Finanzinstrumente und Änderung der rechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere die Stärkung der Aktionärsrechte, haben die Attraktivität des Kapitalmarktes für Anlagen weiter gesteigert.<sup>663</sup> Zusätzlich hat die Entwicklung der elektronischen Informations- und Kommunikationstechnologien das Geschehen auf den Kapitalmärkten beschleunigt.<sup>664</sup> Es sind nun die Kapitalmarktakteure, insbesondere die institutionellen Anleger, die einen wachsenden Einfluss auf die Strategie und Struktur der Unternehmen der Produkt-/Gütermärkte ausüben.

Es lassen sich grundsätzlich zwei Arten der Einflussnahme unterscheiden. Stimmrechtsausübung und die Drohung mit Kapitalabfluss sind die Möglichkeiten direkten

---

659 *Deutschmann*, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 70; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 11; *Schimank*, Leviathan 2007, 47, 52; *Windolf*, Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 9; vgl. auch *Höpner*, Wer beherrscht die Unternehmen, passim; *ders./Krempel*, Competition and Change 8 (2004), 339 ff.; *Jürgens/Rupp/Vitols*, Corporate Governance und Shareholder Value in Deutschland, passim; *Menz/Becker/Sablowski*, Shareholder Value gegen Belegschaftsinteressen, passim.

660 *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 11 f.

661 Der Anteil der institutionellen Anleger am Geldvermögen des finanziellen Sektors lag 1985 in Deutschland noch bei 12,8 v. H. und 1999 bei 22,1 v. H., vgl. *Hufschmid*, Politische Ökonomie der Finanzmärkte, S. 88.

662 *Hufschmid*, From Finance for Investment to Financial Investment, S. 3; *Stockhammer*, Arbeitsmarkttrigiditäten oder Nachfragemangel? Die Ursachen der Arbeitslosigkeit in Europa, S. 10; Vgl. auch Financial Services Action Plan (FSAP), KOM (1999) 232, passim; Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010, KOM (2005) 117, S. 5; Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik, KOM (2005) 629, S. 5, 14 ff.

663 *Cioffi/Höpner*, Politische Vierteljahresschrift 47 (2006), 419, 421; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 9 f.; *Sen*, Global Finance: On the Move to Stock Market Capitalism, S. 7.

664 *Schimank*, Leviathan 2007, 47, 52.

Einflusses. Indirekte Einflussnahme erfolgt dagegen, indem die Interessen der Unternehmensführung mit dem Interesse der institutionellen Anleger, Profitmaximierung mittels Kurssteigerung, in Übereinstimmung gebracht werden. Folgende Instrumente vermitteln die Einflussnahme:

- „Exit“: Die institutionellen Anleger können der Unternehmensführung jederzeit mit dem Verkauf der Beteiligung drohen. Da ein einzelner Fonds regelmäßig nur eine geringe Beteiligung an dem einzelnen Unternehmen hält,<sup>665</sup> ist ein Verkauf jederzeit möglich, so dass diese Drohung glaubhaft erscheint. Der Verkauf von Aktien führt zu Kursabschlägen und kann im Extremfall eine (feindliche) Übernahme provozieren.<sup>666</sup>
- „Voice“: Als Anteilsinhaber kommen den institutionellen Anlegern die Stimmrechte aus diesen Anteilen zu. Diese Stimmrechte verleihen den Fonds eine weitergehende Einflussmöglichkeit als es deren tatsächlichem Anteil am Unternehmen entspricht. Denn bei Unternehmen, deren Aktien im Streubesitz sind, kommt diesen mangels Präsenz der Kleinaktionäre auf den Hauptversammlungen eine überproportionale Rolle zu. Zudem können die institutionellen Anleger durch Absprachen untereinander einen relevanten Stimmrechtsanteil kontrollieren.<sup>667</sup> Daneben besteht für die Fonds die Möglichkeit einer Kombination der Optionen „Exit“ und „Voice“.<sup>668</sup>
- Feindliche Übernahme: Eine feindliche Übernahme stellt die schärfste Bedrohung der Autonomie der Unternehmensführung dar. Sie droht insbesondere dann, wenn der Aktienkurs und damit die Börsenkapitalisierung eines Unternehmens erheblich unterhalb des tatsächlichen Wertes des Unternehmens liegt. Dieses Drohszenario einer Übernahme entfaltet auf die Unternehmensführung eine disziplinierende Wirkung dahingehend, dass die Unternehmensführer ihre Tätigkeit allein schon deswegen auf einen steigenden Aktienkurs ausrichten werden, um ihren Arbeitsplatz zu behalten.<sup>669</sup>

---

665 Vgl. Windolf, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 24.

666 Windolf, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 39.

667 Vgl. Voth, Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt, S. 56; Windolf, Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 10 f. Es steht zudem mit dem Aktionärsforum des elektronischen Bundesanzeigers nun eine gesetzlich geschaffene Plattform zur Stimmrechtskoordination zur Verfügung, § 127a AktG.

668 Deutschmann, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 63; Tainio u.a., Global Investors Meet Local Managers: Shareholder Value in the Finnish Context, in: Djelic/Quack, Globalisation and Institutions, S. 37 ff.

669 Windolf, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 47;



Zudem üben die Anleger Einfluss auf die Unternehmensführung aus, indem sie Übernahmen fördern oder blockieren.<sup>670</sup>

- Aktienoptionen: Ein weiteres Motiv für die Mitglieder der Unternehmensführung, den Aktienkurs in den Mittelpunkt ihrer Tätigkeit zu stellen, sind ihnen gewährte Aktienoptionen. Eine Steigerung des Aktienkurses bewirkt eine Vermögenssteigerung für die Inhaber dieser Optionen. Mit diesen wird somit das Interesse der institutionellen Anleger an Kurssteigerungen direkt auf die Unternehmensführung übertragen.<sup>671</sup>

Bei der Einschätzung der Einflussnahme ist zu beachten, dass sich diese, insbesondere ihre indirekte Form, zu einem größeren Teil nicht aus einem konkreten Handeln der institutionellen Anleger speist, sondern vielmehr auf einer virtuellen Sanktionsdrohung, also der reinen Möglichkeit einer sanktionierenden Reaktion der institutionellen Anleger, beruht. Als Beispiel für diesen Gedanken mögen die feindlichen Übernahmen dienen. Erfolgreiche feindliche Übernahmen sind äußerst selten, dennoch entfalten sie eine disziplinierende Wirkung auf die Unternehmensführung. Denn die Manager wissen, dass Unternehmen, die sich dauerhaft der Einflussnahme der institutionellen Anleger widersetzen, mit durch Verkäufe hervorgerufenen Kursabschlägen abgestraft werden können, die wiederum die reale Möglichkeit einer Übernahme zur Folge haben.<sup>672</sup>

Das wohl prominenteste Beispiel für die direkte Einflussnahme von institutionellen Anlegern auf die Führung von Unternehmen stellt der gescheiterte Übernahmeversuch der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse AG dar. Hielten im Jahre 1993 noch deutsche Banken und Sparkassen ca. 80 Prozent des Aktienkapitals und kontrollierten damit die Börse, so sank der Anteil deutscher Anteilseigner auf sieben Prozent im Jahre 2005. In diesem Jahr versuchte der damalige Vorstandsvorsitzende der Deutschen Börse, Werner Seifert, die London Stock Exchange „freundlich“ zu übernehmen. Doch er scheiterte am Widerstand der institutionellen Anleger der Deutschen Börse. Die

670 *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 718.

671 *Schimank*, *Leviathan* 2007, 47, 53; *Sen*, *Global Finance: On the Move to Stock Market Capitalism*, S. 8 ff.; *Windolf*, *Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?*, in: *Windolf*, *Finanzmarkt-Kapitalismus*, S. 51.

672 *Aglietta*, *Rev. éco. fin.* 61 (2001), 1, 7 und *Windolf*, *Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?*, in: *Windolf*, *Finanzmarkt-Kapitalismus*, S. 47 f. Diesen Aspekt und die indirekte Einflussnahme insgesamt übersieht *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 713 ff., der institutionellen Anlegern nur einen geringen Einfluss zuschreibt.

Investmentfonds, unter ihnen TCI, Fidelity und Atticus Capital, widersetzten sich den Übernahmeplänen, kritisierten insbesondere die Höhe des Übernahmepreises und verlangten Ausschüttungen in Höhe von über 200 Mio. Euro. Obwohl keiner der Fonds mehr als zehn Prozent des Aktienkapitals hielt, waren sie doch aufgrund ihres koordinierten Vorgehens so mächtig, dass sie ihre Pläne durchsetzten. Der Übernahmeplan wurde aufgegeben, die Deutsche Börse kündigte Sonderausschüttungen an, und Werner Seifert trat zurück.<sup>673</sup> Dies stellt keinen Einzelfall dar, sondern es finden sich in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte eine Vielzahl von ähnlichen Aktionen direkter Einflussnahme auf die Unternehmensführung durch institutionelle Anleger.<sup>674</sup> Auch die indirekte Einflussnahme der Kapitalmarktakteure findet reichlich Niederschlag in deutschen Unternehmen. Typische Phänome der unter dem Begriff Shareholder Value-Orientierung firmierenden Ausrichtung der Unternehmensführung am Aktienkurs sind der Verkauf von Tochtergesellschaften und Konzentration auf das Kerngeschäft, Dezentralisierung und Steuerung des Unternehmens nach Finanzparametern.<sup>675</sup>

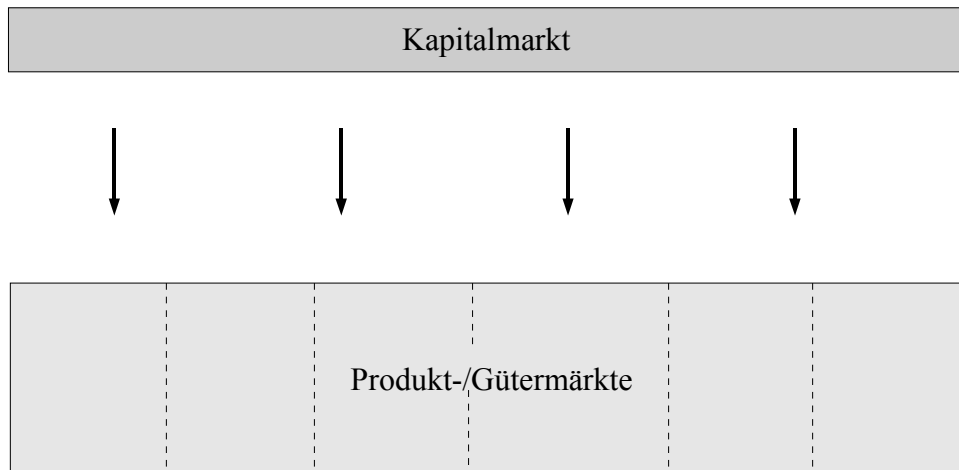
Diese Folgen der veränderten Rolle des Kapitalmarkts bei der Unternehmensfinanzierung sind auch bei der Beurteilung des Kapitalmarktes als Wirkungsgebiet des Haftungsausschlusses in § 4 Abs. 4 FinDAG zu berücksichtigen. Der Kapitalmarkt stellt keinen Bereich der Wirtschaft dar, der den anderen Bereichen in seiner Struktur ähnlich und seiner Bedeutung gleich ist. Vielmehr ist der Kapitalmarkt ein von den Produkt-/Gütermärkten zu unterscheidender Markt. Im Vergleich zu diesen ist der Kapitalmarkt als ein Markt 2. Ordnung zu werten, der die Produkt-/Gütermärkte als Märkte 1. Ordnung mit dem notwendigen Kapital versorgt und – wie dargelegt – in einem großen Maße kontrolliert.<sup>676</sup>

673 Vgl. *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2107 f.; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 54 ff.; *Windolf*, Die neuen Eigentümer, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 10 f.

674 Vgl. *Böttger*, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, S. 63 ff.; *Huffschnid*, From Finance for Investment to Financial Investment, S. 10 f.; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 44 ff.; *Voth*, Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt, S. 56 ff.

675 *Altwater*, Das Ende des Kapitalismus wie wir ihn kennen, S. 115; *Kädtler/Sperling*, SOFI-Mitteilung Nr. 29/2001, 23, 28; *Münche/Guenther*, Der Markt in der Organisation, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 394 ff.; *Stockhammer*, Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime, S. 12; *ders.*, Arbeitsmarkttrigiditäten oder Nachfragemangel? Die Ursachen der Arbeitslosigkeit in Europa, S. 11

676 Vgl. *Altwater*, Das Ende des Kapitalismus wie wir ihn kennen, S. 110 f.; *Deutschmann*, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 63; *Hickel*, Blätter für deutsche und internationale Politik 5/2008, 105, 106; *Kamp/Krieger*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 5; *Kädtler/Sperling*, SOFI-Mitteilung Nr. 29/2001, 23, 26 f.; *Kühl*, Exit. Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert, S. 78.



Ein Teil der kapitalmarktrechtlichen Regelungen dient der Kontrolle dieser Einflussnahme der Kapitalmarktakteure auf die Unternehmen der Produkt-/Gütermärkte, so dass diese auch Gegenstand der Kapitalmarktaufsicht ist. Die Publizitätspflichten nach §§ 21 ff. WpHG sorgen beispielsweise für eine Transparenz bei den Beteiligungsverhältnissen, so dass insbesondere ein schleichender, unbemerkter Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung nicht möglich ist. Die Regelungen des WpÜG sollen ein faires und geordnetes Angebotsverfahren sicherstellen und die Vorschriften des InvG enthalten Vorgaben für institutionelle Anleger.<sup>677</sup>

Als Beispiel für die Zuständigkeit der Kapitalmarktaufsicht mag hier wieder der Fall der Deutschen Börse dienen. Dort hat die BaFin gegen die ausländischen Investmentfonds ein Verfahren wegen der Vermutung des acting in concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG eingeleitet.<sup>678</sup> Sollte das koordinierte Vorgehen der Investmentfonds ein solches acting in concert dargestellt haben, dann hätten die Fonds den übrigen Aktionären nach § 35 Abs. 2 WpÜG ein Übernahmeangebot für deren Anteile machen müssen.

Es ist damit festzuhalten, dass der Ausschluss der Amtshaftung für die Kapitalmarktaufsicht durch § 4 Abs. 4 FinDAG mit dem Kapitalmarkt einen wirtschaftlich bedeutenden und – mittelbar durch seinen Einfluss auf die Produkt-/Gütermärkte – sehr weiten

<sup>677</sup> Vgl. Engert, ZIP 2006, 2105, 2110 ff.; Schmolke, ZGR 2007, 701, 730 ff.

<sup>678</sup> Kamp/Krieger, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 56.; Windolf, Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 12.

Bereich betrifft. Dies spricht stark gegen einen Ausnahmecharakter der Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG, so dass ein Verstoß gegen Art. 34 GG nahe liegt.

#### **bb) Unterschiede in der Einflussnahme**

Jedoch hat der BGH sich in seiner jüngsten Entscheidung zu Ausnahmen vom Grundsatz der Staatshaftung zum Ausschluss der Amtshaftung für den Bereich der Bankenaufsicht geäußert. In fast schon kryptisch anmutenden Formulierungen konstatiert der BGH eine Vereinbarkeit von § 6 Abs. 4 KWG a.F. und § 4 Abs. 4 FinDAG als dessen Nachfolgeregelung mit Art. 34 GG.<sup>679</sup> Ob dieser Entscheidung zu folgen ist, kann trotz dessen fragwürdiger Argumentation,<sup>680</sup> an dieser Stelle offenbleiben. Denn allein die Unterschiede zwischen der Einflussnahme durch kreditgebende Banken und institutionellen Anlegern rechtfertigen bereits eine unterschiedliche Beurteilung von Banken- und Kapitalmarktaufsicht.

Im Vergleich zur Einflussnahme der Banken bei der kreditgestützten Unternehmensfinanzierung, ist der heutige Einfluss der institutionellen Anleger durch zwei grundlegende Unterschiede geprägt. Die Einflussnahme der Anleger ist auf eine risikofreudige Unternehmenspolitik gerichtet und die Beziehung zum Anleger ist für das Unternehmen im Vergleich instabiler, so dass die Einflussnahmen eine stärkere Wirkung entfalten kann.

Der Einfluss der institutionellen Anleger ist auf eine risikofreudige Unternehmensführung gerichtet. Denn anders als Banken profitieren die institutionellen Anleger unmittelbar von dem Erfolg eines Unternehmens, so dass sie wegen der Erwartung eines höheren Gewinns auch einer risikoreichen Unternehmensstrategie gegenüber aufgeschlossen sind. Die institutionellen Anleger profitieren aber nicht nur davon, sondern sie sind zu einer solchen Politik gezwungen. Denn die institutionellen Anleger selbst stehen in einem Markt, in dem Renditen von bis zu 20 Prozent als Maßstab gelten,<sup>681</sup> mit anderen Konkurrenten im Wettbewerb um die Einlagen der Investoren. Indem sie den Investoren eine Rendite von bis zu 20 Prozent versprechen (müssen), sind sie gezwungen, diese mit Unternehmensbeteiligungen zu erwirtschaften. Die institutio-

---

679 BGHZ 162, 49, 61 ff.

680 Vgl. v. Danwitz, JZ 2005, 729, 730.

681 Vgl. Altwater, Das Ende des Kapitalismus wie wir ihn kennen, S. 114; Deutschmann, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 67.

nellen Anleger übertragen daher letztlich den Konkurrenzdruck, dem sie selbst unterliegen, auf die Unternehmen und zwingen diese, zwangsläufig unter erhöhtem unternehmerischen Risiko, eine hohe Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften.<sup>682</sup>

Zudem ist die Beziehung des Unternehmens zum Anleger im Vergleich zur früheren Verbindung zur Bank wesentlich instabiler. Erstens, ist die Beziehung Unternehmen-Anleger kurzfristiger. Banken können während der Laufzeit des Kredites die Zusammenarbeit nur schwer beenden. Selbst bei einer Abtretung der Darlehensforderung bleiben sie Vertragspartner. Anleger dagegen können jederzeit ihre Unternehmensbeteiligung verkaufen und so aus der Beziehung zum Unternehmen aussteigen. So sehen Untersuchungen die durchschnittliche Haltedauer von Aktien bei institutionellen Anlegern, je nach Quelle und Investmentstil, nur noch zwischen sieben und 25 Monaten.<sup>683</sup> Zweitens, ist die Beziehung Unternehmen-Anleger anonym bzw. rein sachlich. Während in dem Hausbanksystem deutscher Prägung die Banken Einblick in die auch auf Intuition und Kontextwissen beruhenden Entscheidung der Unternehmensführung erhielten, steht den global operierenden institutionellen Anlegern dieses Wissen nicht zur Verfügung. Sie orientieren sich allein an formalen Kennziffern, wie sie Ratingagenturen und betriebswirtschaftliche Informationssysteme produzieren.<sup>684</sup> Drittens, sind die Entscheidungen der institutionellen Anleger in großem Maße von den ökonomischen Fundamentaldaten der Unternehmen entkoppelt. Denn entscheidend für den Aktienkurs und damit die Anlageentscheidung ist die Erwartung des Publikums über die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens.<sup>685</sup>

Die auf risikoträchtige Unternehmensführung gerichtete Einflussnahme in Kombination mit der stärkeren Wirkung dieses Einflusses hat eine erhöhte Schadenswahrscheinlichkeit zur Folge. Denn wenn die Unternehmen unter erhöhtem Druck der Kapitalmarktak-

---

682 *Deutschmann*, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 67; *Huffschmid*, From Finance for Investment to Financial Investment, S. 11; *Storn*, Die Zeit, 31.7.2008, S. 20; *Windolf*, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 24.

683 *Kädtler/Sperling*, SOFI-Mitteilung Nr. 29/2001, 23, 27; *Windolf*, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 37; ähnlich *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 712 f.

684 *Deutschmann*, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 76;

685 *Deutschmann*, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 76; *Kädtler/Sperling*, SOFI-Mitteilung Nr. 29/2001, 23, 27; *Sen*, Global Finance: On the Move to Stock Market Capitalism, S. 7.; *Windolf*, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: *Windolf*, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 25 ff.

teure ein höheres Risiko eingehen, dann wird sich dieses Risiko regelmäßig auch realisieren und zu Schäden der Anleger führen.

Zur Verdeutlichung, dass auch diese Schadensfälle in den Anwendungsbereich der Vorschrift des § 4 Abs. 4 FinDAG fallen, wird ein letztes Mal – und dieses Mal hypothetisch abgewandelt – das Beispiel der Deutschen Börse AG herangezogen. Dabei soll unterstellt werden, dass sich die Investmentfonds in einer gegen § 30 Abs. 2 WpÜG verstoßender Art und Weise abgesprochen und so eine Änderung der Unternehmenspolitik durchgesetzt haben. Führt diese neue Richtung der Unternehmensführung nun zu einem wirtschaftlichen Abschwung des Unternehmens und verursacht so einen Fall des Aktienkurses, dann liegt ein Schaden für die anderen Aktionäre vor. Nach §§ 35 Abs. 2, 30 Abs. 2 WpÜG müssen die Investmentfonds den Aktionären ein Angebot zur Übernahme von deren Aktien machen. Zu diesem Angebot kann die BaFin die Fonds auch noch nachträglich zwingen.<sup>686</sup> Die Aktionäre haben jedoch keinen zivilrechtlichen Anspruch auf Abkauf ihrer Aktien, so dass sie auf das Eingreifen der BaFin angewiesen sind. Sollte die BaFin aber dieses Eingreifen unterlassen und die Investmentfonds nicht zu einem Abkauf verpflichten, dann bleiben die Aktien und damit der Schaden bei den Aktionären. Eine Liquidierung dieses Schadens im Wege der Amtshaftung würde aber § 4 Abs. 4 FinDAG verhindern.

### **c) Rechtsfolge**

Es ist damit festzuhalten, dass der Haftungsausschluss des § 4 Abs. 4 FinDAG sich auf ein weites, wirtschaftlich bedeutendes Gebiet bezieht, in dem eine erhöhte Schadenswahrscheinlichkeit besteht. Mit § 4 Abs. 4 FinDAG wird daher ein im Umfang weitgehendes Haftungsrisiko ausgeschlossen. Da dem Umfang des ausgeschlossenen Haftungsrisikos entscheidende Bedeutung zukommt, stellt diese Vorschrift keine zulässige Ausnahme i.S.v. Art. 34 GG dar. Der Haftungsausschluss des § 4 Abs. 4 FinDAG verstößt daher gegen Art. 34 GG.

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG ist wegen Verstoßes gegen Art. 34 GG nichtig. Fraglich ist nun jedoch, ob für die Bestimmung des Drittbezugs der kapitalmarktrechtlichen Aufsichtspflichten nun wieder das einfach-gesetzliche Umfeld unter Ausblendung

---

<sup>686</sup> Vgl. v. Bülow, in: Kölner Kommentar, WpÜG, § 35 Rn. 187; Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 35 Rn. 114 ff.

des § 4 Abs. 4 FinDAG einschlägig ist. Dem könnte man entgegenhalten, dass der Gesetzgeber mit der Vorschrift des § 4 Abs. 4 FinDAG den Nicht-Drittbezug der Aufsichtspflichten ausdrücklich normiert hat. Daher sei nun dieser Wille bei der Auslegung der Aufsichtspflichten zu berücksichtigen, so dass die Auslegung einen Nicht-Drittbezug zum Ergebnis hat. Diese Annahme kann jedoch nicht überzeugen. Denn dieser Wille des Gesetzgebers bezieht sich auf die Gesamtheit der kapitalmarktrechtlichen Aufsichtspflichten und wäre daher bei der Auslegung aller diesbezüglicher Regelungen zu berücksichtigen, so dass dies letztlich einen Ausschluss der Amtshaftung für den gesamten Bereich der Kapitalmarktaufsicht zur Folge hätte. Doch mit der Regelung des Art. 34 GG bringt die Verfassung positiv zum Ausdruck, dass ein Haftungsausschluss für den gesamten Bereich der Kapitalmarktaufsicht gerade nicht zulässig ist. Die Berücksichtigung des einstmaligen Willens des Gesetzgebers hätte daher ein verfassungswidriges Ergebnis zur Folge, so dass das Gebot der verfassungskonformen Auslegung zwingend verlangt, dass dieser Umstand keine Berücksichtigung finden darf. Auch ein partielles Berücksichtigen dieses Gesetzgebungswillens kommt nicht in Betracht. Denn die Judikative als Rechtsanwender ist an den Gleichheitsgrundsatz des Art. 3 Abs. 1 GG gebunden. Ein Rechtfertigung dafür, einen Umstand, der sich auf alle Aufsichtspflichten bezieht, nur bei einigen zu berücksichtigen, ist aber nicht zu führen. Eine solche Differenzierung ist mangels tauglichem Differenzierungskriterium zwangsläufig willkürlich.

### **III. Ergebnis**

Es ist damit als Zwischenergebnis festzustellen, dass die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG mit dem Grundgesetz nicht vereinbar ist. Zwar hat der Gesetzgeber seiner Schutzverpflichtung aus Art. 14 Abs. 1 GG genüge getan, so dass sich unter diesem Gesichtspunkt keine Verfassungswidrigkeit ergibt. Auch verstößt § 4 Abs. 4 FinDAG nicht gegen Art. 3, 19 und 20 GG. Jedoch erfasst die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG als Haftungsausschluss ein derart umfassendes Haftungsrisiko, dass er mit der verfassungsrechtlichen Mindestgarantie der Staatshaftung aus Art. 34 GG unvereinbar ist. Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG ist somit verfassungswidrig und nichtig. Der in dieser Regelung manifestierte gesetzgeberische Wille eines Nicht-Drittbezugs der Aufsichtsregelungen ist auch nicht im Wege der Auslegung zu berücksichtigen. Amtshaftungsansprüche sind daher auch im Bereich der Kapitalmarktaufsicht grundsätzlich möglich.

## **D. Gemeinschaftsrecht**

Nachdem zuvor die Unvereinbarkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG mit dem Grundgesetz festgestellt wurde, ist nun noch eine Untersuchung der Vereinbarkeit dieser Regelung mit dem europäischen Gemeinschaftsrecht, dem zweiten über der einfach-gesetzlichen Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG stehendem Normenkomplex, notwendig. Dabei erscheint es in erster Linie problematisch, dass mit § 4 Abs. 4 FinDAG das Bestehen subjektiver Rechte für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht vollständig ausgeschlossen wird. Die aufsichtsrechtlichen Regelungen beruhen jedoch zu einem großen Teil auf gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben. Sollten diese gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben die Verleihung von subjektiven Rechten i.S.d. Schutznormtheorie auf mitgliedstaatlicher Ebene verlangen, dann wäre § 4 Abs. 4 FinDAG mit diesen Vorgaben unvereinbar.

Für solche gemeinschaftsrechtliche Vorgaben bestehen zwei Voraussetzungen. Erstens muss das Gemeinschaftsrecht, also in diesem Fall die dem Aufsichtsrecht zugrunde liegenden Richtlinien, subjektiv-rechtlich ausgestaltet sein. Zweitens muss eine Verpflichtung bestehen, diese subjektiven Gemeinschaftsrechte auch als subjektive öffentliche Rechte i.S.d. Schutznormtheorie in das deutsche Recht umzusetzen. Da die Dogmatik subjektiver öffentlicher Rechte im Gemeinschaftsrecht zu einer umstrittenen Frage der neueren wissenschaftlichen Diskussion gehört, soll zunächst die Frage nach der Umsetzungsverpflichtung gestellt werden.

### **I. Umsetzung in deutsches Recht**

Vorab ist nun zu klären, ob subjektive Gemeinschaftsrechte aus Richtlinien als nationale subjektive öffentliche Rechte i.S.d. Schutznormtheorie umzusetzen sind. Denn nur bei Bestehen einer solchen Rechtspflicht würde § 4 Abs. 4 FinDAG den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben widersprechen. Soweit Richtlinien dem Einzelnen bestimmte Rechte verleihen, muss nach der Rechtsprechung des EuGH die innerstaatliche Umsetzung den Begünstigten in die Lage versetzen, seine Rechte vor den nationalen Gerichten durchzusetzen.<sup>687</sup> Auch wenn der inhaltliche Charakter von subjektiven Gemeinschaftsrechten in der Wissenschaft noch nicht abschließend geklärt ist, so besteht doch insoweit Einigkeit, als die Möglichkeit einer prozessualen Durchsetzung (im Sinne einer

<sup>687</sup> EuGH, Slg. 1990, I-851 Rz. 25; 1991, I-2567 Rz. 16; 1991, I-2607 Rz. 19; 1991, I-4983 Rz. 14; vgl. v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 484; Ruthig, BayVBl. 1997, 289, 290.



sog. „invocabilité“<sup>688</sup>) zum Mindestinhalt eines subjektiven Gemeinschaftsrechts gehört.<sup>689</sup> Ein subjektives Gemeinschaftsrecht enthält daher die gemeinschaftsrechtliche Anordnung, *klagefähige* subjektive Rechte auf nationalstaatlicher Ebene zur Entstehung zu bringen. Für die Regelung der Durchsetzung der Rechte besteht im Grundsatz – eingeschränkt durch das Effektivitätsgebot und das Diskriminierungsverbot – eine institutionelle und verfahrensmäßige Autonomie der Mitgliedstaaten.<sup>690</sup> Für das deutsche Verwaltungsrecht sind drei Wege zur Erreichung dieses Ziels möglich.

Eine erste Möglichkeit besteht darin, die Normierung subjektiver öffentlicher Rechte in Richtlinien als gesetzliche Bestimmung i.S.v. § 42 Abs. 2, 1. Hs. VwGO zu verstehen.<sup>691</sup> Dagegen wurde eingewandt, dass mit dem Rekurs auf die Regelung des § 42 Abs. 2, 1. Hs. VwGO zwar die prozessuale Möglichkeit einer Klage bestehe, diese Klage jedoch ohne eine Anerkennung der subjektiven Gemeinschaftsrechte als subjektive Rechte i.S.d. deutschen Verwaltungsrechts stets wegen einer mangelnden Rechtsverletzung unbegründet sei.<sup>692</sup> Diese Kritik kann jedoch nicht überzeugen, denn bei einer Klage nach § 42 Abs. 2, 1. Hs. VwGO ist § 113 VwGO nach allgemeiner Auffassung teleologisch zu reduzieren, so dass im Rahmen der Begründetheit eine objektive Kontrolle der Rechtmäßigkeit stattfindet.<sup>693</sup> Letztlich stehen der Möglichkeit einer Klage nach § 42 Abs. 2, 1. Hs. VwGO jedoch gewichtige europarechtliche Bedenken entgegen. Subjektive öffentliche Rechte i.S.d. der Schutznormtheorie genießen über Art. 19 Abs. 4 GG verfassungsrechtlichen Schutz. Würde man subjektiven Gemeinschaftsrechten die Klagbarkeit allein über § 42 Abs. 2, 1. Hs. VwGO ermöglichen ohne sie als subjektive öffentliche Rechte i.S.d. der Schutznormtheorie umzusetzen, dann würde ihnen dieser verfassungsrechtliche Schutz verwehrt bleiben. Dies würde eine Schlechterstellung der subjektiven Gemeinschaftsrechte im Verhältnis zu den nationalen subjek-

---

688 v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 484, der den treffenden Begriff der „invocabilité“, also Klagefähigkeit, aus dem französischen Verwaltungsrecht in die Diskussion einführte.

689 Vgl. Reiling, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 322 ff. m.w.N.

690 EuGH, Slg. 1980, 617 Rz. 10; Huber, BayVBl. 2001, 577, 578; Ruthig, BayVBl. 1997, 289, 290.

691 Remmert, Die Verwaltung 29 (1996), 465, 477 ff.; Wahl, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 128; Würtenberger, Verwaltungsprozessrecht, Rn. 71; ähnlich Pielow, Die Verwaltung 32 (1999), 445, 478 f., der sich jedoch für eine Änderung der VwGO ausspricht.

692 v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 488; Finger, JA 2005, 228, 231; kritisch in dieser Hinsicht auch Stüber, Jura 2001, 798, 803.

693 v. Oertzen, DVBl. 1961, 650, 652; Skouris, NVwZ 1982, 233, 235; Wahl/Schütz, in: Schoch/Schmidt-Aßmann/Pietzner, VwGO, § 42 Abs. 2 Rn. 39.

tiven Rechten darstellen, die mit dem Diskriminierungsverbot nicht zu vereinbaren ist.<sup>694</sup>

Eine zweite Möglichkeit besteht in einer extensiven Auslegung des Begriffs der Rechtsverletzung in § 42 Abs. 2 VwGO. Man könnte den Begriff der Rechtsverletzung über die subjektiven öffentlichen Rechte des deutschen Verwaltungsrechts hinaus auf gemeinschaftsrechtliche subjektive Rechte ausdehnen.<sup>695</sup> Dieser Lösungsweg hat jedoch den Nachteil, dass zwei Kategorien subjektiver Rechte entstehen würden, die jeweils unter verschiedenen Voraussetzung und unter Rückgriff auf unterschiedliche Rechtsätze zu ermitteln sind. Dies führt nicht nur zu einer Verkomplizierung, sondern widerspricht auch dem Sinn von Richtlinien.<sup>696</sup> Mit dem Instrument der Richtlinie soll eine Harmonisierung der nationalen Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten durch inhaltliche Angleichung erreicht werden.<sup>697</sup> Sinn der Rechtsetzung durch Richtlinien ist es daher gerade, den Rahmen nationaler rechtlicher Kategorien für eine effektive Umsetzung der Vorgaben des Gemeinschaftsrechts zu nutzen.<sup>698</sup> Mit der Einführung einer neuen Kategorie subjektiver Rechte wird dieser Zweck aber genau verfehlt, da die im deutschen Recht vorhandene Figur des subjektiven öffentlichen Rechts nicht angewandt wird.

Es verbleibt somit nur noch der dritte Weg, um klagefähige subjektive Rechte zur Entstehung zu bringen: die Umsetzung subjektiver Gemeinschaftsrechte als subjektive öffentliche Rechte i.S.d. der Schutznormtheorie. Aufgrund der Strukturunterschiede von subjektiven Gemeinschaftsrechten und der deutschen Schutznormtheorie lassen sich die richtlinienrechtlichen Vorgaben nicht völlig friktionslos in das deutsche Verwaltungsrecht integrieren. Unter den drei aufgezeigten Wegen erscheint jedoch die Anerkennung als subjektive Rechte i.S.d. Schutznormtheorie als die sinnvollste Variante. Denn sie wird dem Zweck von Richtlinien gerecht, indem sie eine Angleichung von Gemeinschaftsrecht und deutschem Verwaltungsrecht erreicht. Gerade eine langfristige Perspektive spricht gegen duale Regelungsregime, da diese wegen Abgrenzungspro-

---

694 *Dünchheim*, Verwaltungsprozeßrecht unter europäischem Einfluß, S. 165; *Huber*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art. 19 Rn. 411; *Kokott*, Die Verwaltung 31 (1998), 335, 351.

695 *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 458 ff.; *Schmidt-Aßmann*, DVBl. 1993, 924, 934.

696 *Ruffert*, Subjektive Rechte im Umweltrecht der Europäischen Gemeinschaft, S. 298; *ders.*, DVBl. 1998, 69, 74; ähnlich *Huber*, BayVBl. 2001, 577, 581 f., der sich grundsätzlich gegen ein duales Regelungsregime, d.h. unterschiedliche Wertungen und Rechtsfolgen, je nachdem, ob ein Rechtsverhältnis Gemeinschaftsrechtsbezug aufweist oder nicht, ausspricht.

697 *Herdegen*, Europarecht, § 9 Rn. 36; *Hobe*, Europarecht, Rn. 284; *Streinz*, Europarecht, Rn. 434.

698 *Ruffert*, Subjektive Rechte im Umweltrecht der Europäischen Gemeinschaft, S. 297.

blemen zu einer Gefährdung der Rechtssicherheit führen können.<sup>699</sup> Subjektive Gemeinschaftsrechte aus Richtlinien sind daher als subjektive öffentliche Rechte i.S.d. Schutznormtheorie in das deutsche Recht umzusetzen.<sup>700</sup>

## II. Voraussetzungen für ein subjektives Gemeinschaftsrecht

Es gilt nun zu klären, unter welchen Voraussetzungen subjektive Rechte im Gemeinschaftsrecht entstehen. Diese Frage wurde in der Wissenschaft in den letzten Jahren reichlich und kontrovers diskutiert. Auch die Rechtsprechung des EuGH trägt zur Klärung dieser Frage nur bedingt bei, da sie uneinheitlich ist und teilweise, insbesondere terminologisch, die Gefahr von Missverständnissen birgt. Jedoch wurde auch in einigen Aspekten eine weitgehende Einigkeit erreicht.

Erste Voraussetzung für das Entstehen subjektiver Gemeinschaftsrechte ist die unmittelbare Wirkung des betreffenden Gemeinschaftsrechts.<sup>701</sup> Denn auf mitgliedstaatlicher Ebene beachtliche subjektive Rechte aus dem Gemeinschaftsrecht können nur entstehen, wenn das Gemeinschaftsrecht auf dieser Ebene unmittelbar Anwendung findet. Der unmittelbar anwendbare Rechtsakt ist spätestens seit der Entscheidung des EuGH in der Rechtssache *Van Gend en Loos*<sup>702</sup> anerkannte Voraussetzung eines subjektiven Gemeinschaftsrechts.<sup>703</sup> Diese Voraussetzung ist insbesondere für Richtlinien einleuchtend, denn anderenfalls könnte der Adressat der Gemeinschaftsnorm nämlich zu einem bestimmten Verhalten verpflichtet werden, obwohl ihm das Gemeinschaftsrecht insoweit gerade einen Entscheidungsfreiraum zubilligt.<sup>704</sup> Dem Aufsichtsrecht im Bereich des Kapitalmarktes liegen als gemeinschaftsrechtliche Normen eine Vielzahl an Richtlinien zugrunde. Richtlinien verpflichten jedoch grundsätzlich nur die Mitgliedstaaten und entfalten keine unmittelbare Wirkung in den Mitgliedstaaten. Um die praktische

699 Huber, BayVBl. 2001, 577, 585.

700 So auch v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 488 f.; Dünchheim, Verwaltungsprozeßrecht unter europäischem Einfluß, S. 165 f.; Ehlers, Die Europäisierung des Verwaltungsprozeßrechts, S. 62 ff., ders., DVBl. 2004, 1441, 1446; Finger, JA 2005, 228, 231; Frenz, DVBl. 1995, 408, 412; Stüber, Jura 2001, 798, 803; vgl. auch Ruffert, Subjektive Rechte im Umweltrecht der Europäischen Gemeinschaft, S. 297 f.; ders., DVBl. 1998, 69, 74, der jedoch zwischen subjektiven Gemeinschaftsrechten aus Richtlinien und aus unmittelbar wirkendem Gemeinschaftsrecht unterscheidet. Eine Umsetzungsverpflichtung im obigen Sinne soll nur für erstere Gruppe bestehen; eine solche Umsetzungsverpflichtung bejaht auch Schwarze, NVwZ 2000, 241, 248, der jedoch zusätzlich einen subsidiären Rückgriff auf § 42 Abs. 2, 1. Hs. VwGO postuliert.

701 Huber, BayVBl. 2001, 577, 579; Reiling, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 368; Ruffert, DVBl. 1998, 69, 71; Schoch, NVwZ 1999, 457, 462.

702 EuGH, Slg. 1963, I, 25.

703 Reiling, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 368.

704 Gellermann, in: Rengeling/Middeke/Gellermann, Handbuch des Rechtsschutzes in der Europäischen Union, § 36 Rn. 14.

Wirksamkeit („effet utile“) zu gewährleisten, kommt ihnen allerdings unter bestimmten Voraussetzungen eine unmittelbare Wirkung zu.<sup>705</sup> Die Richtlinie muss so hinreichend genau formuliert sein, dass daraus unmittelbar, also ohne Umsetzungsspielraum des Gesetzgebers, Rechte abgeleitet werden können („Self-executing“-Charakter der Richtlinie), und die Umsetzungsfrist muss abgelaufen sein.<sup>706</sup>

Es war bzw. ist weiterhin Gegenstand der wissenschaftlichen Auseinandersetzung, ob für das Entstehen subjektiver Gemeinschaftsrechte noch zusätzliche Voraussetzungen bestehen. Zum Teil wird das Erfordernis weiterer Voraussetzungen verneint und damit ein allgemeiner Normenvollzugsanspruch anerkannt.<sup>707</sup> Für diese Auffassung spricht die unterschiedliche Funktion subjektiver Rechte im Gemeinschaftsrecht und im deutschen Recht. Indem sie Voraussetzung für Zulässigkeit und Begründetheit einer verwaltungsgerichtlichen Klage sind, haben subjektive Rechte im deutschen Recht eine Rechtsschutz begrenzende Funktion. Im Gemeinschaftsrecht dagegen wird mit einer möglichst umfassenden Gewährung privater Einklagbarkeit gegenüber den Mitgliedstaaten das integrationspolitische Ziel einer insgesamt verbesserten Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts verfolgt.<sup>708</sup> Der Bürger wird für die Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts mobilisiert und wird damit zum „Funktionär der Integration“<sup>709</sup>, indem er die Verwirklichung des gemeinsamen Marktes und seiner Prinzipien betreibt. Die Subjektivierung von Rechten dient damit der Funktion einer verbesserten Integration (Prinzip der funktionalen Subjektivierung<sup>710</sup>).<sup>711</sup>

Jedoch hat der EuGH mit seiner Entscheidung in der Rechtssache *Großkrotzenburg* unmissverständlich zum Ausdruck gebracht, dass die unmittelbare Wirkung einer Richtlinie nichts mit der Frage zu tun hat, ob sich der Einzelne gegenüber dem Staat auf unbedingte und hinreichend genaue Vorschriften einer nicht umgesetzten Richtlinie

705 St. Rspr. seit EuGH, Slg. 1970, 825, 837 ff.; vgl. *Streinz*, Europarecht, Rn. 444.

706 *Hailbronner/Jochum*, Europarecht I, Rn. 530 ff. jeweils m.w.N.; *Oppermann*, Europarecht, § 6 Rn. 92; *Streinz*, Europarecht, Rn. 451.

707 v. *Danwitz*, Verwaltungsrechtliches System und Europäische Integration, S. 232 f.; *ders.*, DÖV 1996, 481 ff., insb. 483, 489; *Masing*, Die Mobilisierung des Bürgers für die Durchsetzung des Rechts, S. 19 ff.

708 v. *Danwitz*, Verwaltungsrechtliches System und Europäische Integration, S. 241; vgl. EuGH, Slg. 1963, 1, 26.

709 *Kingreen/Störmer*, EuR 1998, 263 ff.

710 Die Begriffliche Terminologie zu diesem Gedanken variiert in der Literatur. Er wird auch als „Funktionalisierung“ oder „Integrationsgedanke“ bezeichnet. Inhaltliche Differenzen sind damit nicht verbunden.

711 *Masing*, Die Mobilisierung des Bürgers für die Durchsetzung des Rechts, S. 41 f.

berufen kann.<sup>712</sup> Die Möglichkeit einzelner Bürger, normstrukturell hierzu geeignete Richtlinienbestimmungen für sich in Anspruch zu nehmen, ist eine mögliche, aber keine zwangsläufige Folge ihrer unmittelbaren Wirkung.<sup>713</sup> Der EuGH unterscheidet damit zwischen objektiver und subjektiver Wirkung von Richtlinien. Aus dieser Differenzierung folgt, dass ein allgemeiner Normenvollzugsanspruch des Einzelnen nicht besteht.<sup>714</sup>

Es bedarf daher einer zusätzlichen materiell-inhaltlichen Berechtigung für die Annahme eines subjektiven Gemeinschaftsrechts. Dabei besteht weitgehende Einigkeit, dass für die Bestimmung dieser Voraussetzung weder an die Nichtigkeitsklage nach Art. 173 Abs. 4 EGV noch an die deutsche Schutznormtheorie angeknüpft werden kann. Zwar stellt Art. 173 Abs. 4 EGV EG-Eigenprozessrecht dar und kann für sich in Anspruch nehmen, auf einer grundlegenden Richtungsentscheidung in den römischen Verträgen zu beruhen.<sup>715</sup> Die Nichtigkeitsklage unterliegt aber strengen Voraussetzungen, da die Funktionsfähigkeit der Gemeinschaft beeinträchtigt wird, wenn Normativekte der Gemeinschaft aufgehoben würden, die erst nach mühevollen Verhandlungen zustande gekommen sind.<sup>716</sup> Damit verfolgt die Nichtigkeitsklage eine ganz andere Zielrichtung als das subjektive Gemeinschaftsrecht, und eine Übernahme der strengen Voraussetzungen ist mit Blick auf das Prinzip der funktionalen Subjektivierung nicht gerechtfertigt.<sup>717</sup> Auch auf die deutsche Schutznormtheorie kann nicht abgestellt werden.<sup>718</sup> Denn einer Anwendung der deutschen Schutznormtheorie steht entgegen, dass deren Regelungsgehalt nur für einen Teil der Rechtsordnungen einen Sinn ergeben kann. Die Heterogenität der innerstaatlichen Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten steht damit allgemein einem Rekurs auf nationale Rechtsinstitute entgegen.<sup>719</sup> Die Voraussetzungen für die Bestimmung subjektiver Gemeinschaftsrechte sind vielmehr im Gemeinschaftsrecht selbst zu suchen.

712 EuGH, Slg. 1995, I-2189, 2218.

713 Gellermann, in: Rengeling/Middeke/Gellermann, Handbuch des Rechtsschutzes in der Europäischen Union, § 36 Rn. 17.

714 Ehlers, Die Europäisierung des Verwaltungsprozeßrechts, S. 49 ff.; Gellermann, in: Rengeling/Middeke/Gellermann, Handbuch des Rechtsschutzes in der Europäischen Union, § 36 Rn. 17; Ruffert, DVBl. 1998, 69, 73; Schoch, NVwZ 1999, 457, 463;

715 Vgl. v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 487; Schoch, NVwZ 1999, 457, 463.

716 v. Danwitz, Verwaltungsrechtliches System und Europäische Integration, S. 241; Gratias, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 102.

717 v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 486 f.; Schoch, NVwZ 1999, 457, 463.

718 So aber Triantafyllou, DÖV 1997, 192, 196; ähnlich Frenz, DVBl. 1995, 408, 412 f.

719 v. Danwitz, DÖV 1996, 481, 488; Schoch, NVwZ 1999, 457, 463.

Es stellt sich nun die Frage nach dem materiell-inhaltlichen Bezug zwischen Individuum und Gemeinschaftsrechtsnorm. Dabei besteht Einigkeit in Literatur und Rechtsprechung dahingehend, dass das Gemeinschaftsrecht keine Popularklage verlangt.<sup>720</sup> Eine solche ist nicht nur dem Gemeinschaftsrecht, sondern auch den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten fremd. Der Kreis der geschützten Personen ist daher anhand des Kriteriums der tatsächlichen Betroffenheit einzugrenzen. Träger eines subjektiven Rechts können nur die Personen sein, die selbst in dem jeweils durch die Gemeinschaftsrechtsnorm geschützten Rechtsgut tatsächlich betroffen sind.<sup>721</sup> Das Kriterium der tatsächlichen Betroffenheit stellt jedoch nur eine notwendige, keine hinreichende Bedingung für den Bezug zwischen Norm und Individuum dar. Denn es ist weiterhin offen, welches Rechtsgutes die Gemeinschaftsnorm schützen soll. Die Notwendigkeit einer weitergehenden Anforderung an den materiell-inhaltlichen Bezug ergibt sich auch aus dem Umstand, dass Normen des Gemeinschaftsrecht teilweise ausschließlich die Beziehung zwischen der Gemeinschaft und den Mitgliedstaaten betreffen. Diese Normen jedoch können nicht von individualrechtsverleihender Natur sein und scheiden daher als Grundlage für ein subjektives Gemeinschaftsrecht aus.<sup>722</sup>

Der EuGH stellt in seinen Entscheidungen vielfach auf die Schutzrichtung der Gemeinschaftsnorm ab. So hat er in umweltrechtlichen Vertragsverletzungsverfahren der Kommission gegen Deutschland den normativ bezweckten Schutz eines personenbezogenen Rechtsgutes (Gesundheit) gefordert.<sup>723</sup> Dem folgend fordert ein Teil der Literatur, dass eine (auch) dem Schutz personenbezogener Rechtsgüter dienende Norm Voraussetzung für ein subjektives Gemeinschaftsrecht ist.<sup>724</sup> Dies ist überzeugend, soweit dabei

720 *Epiney*, VVDStRL 61 (2001), 362, 405; *Götz*, DVBl. 2002, 1, 4; *Huber*, BayVBl. 2001, 577, 579; *Kadelbach*, Allgemeines Verwaltungsrecht unter europäischem Einfluß, S. 370; *Ruffert*, DVBl. 1998, 69, 73; *ders.*, Subjektive Rechte im Umweltrecht der Europäischen Union, S. 224; vgl. auch die Ausführungen des Generalanwalts *Caporti* in der Rechtssache *Rewe*, in: EuGH, Slg. 1981, 1850.

721 *Epiney*, VVDStRL 61 (2001), 362, 405 f.; *Halfmann*, VerwArch 91 (2000), 74, 82; *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 330; *Ruffert*, DVBl. 1998, 69, 72; *ders.*, in: *Callies/Ruffert*, EUV/EGV, Art. 249 EGV Rn. 69; *Schoch*, NVwZ 1999, 457, 464 f.; *Winter*, NVwZ 1999, 467, 473.

722 Vgl. EuGH, Slg. 2000, I-3743, Rn. 100 f.; Slg. 1989, 2491, 2518; *Gellermann*, in: *Rengeling/Middeke/Gellermann*, Handbuch des Rechtsschutzes in der Europäischen Union, § 36 Rn. 19.

723 EuGH, Slg. 1991, I-2567, 2601, Rn. 16; Slg. 1991, I-2607, 2631, Rn. 19; Slg. 1991, I-4983, 5023, Rn. 14; vgl. *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 98.

724 *Epiney*, VVDStRL 61 (2001), 362, 399 ff.; *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 103; *Huber*, BayVBl. 2001, 577, 579; *Kadelbach*, Allgemeines Verwaltungsrecht unter europäischem Einfluß, S. 79 f.; 370 f.; *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 330; *Ruffert*, DVBl. 1998, 69, 72; *ders.*, in: *Callies/Ruffert*, EUV/EGV, Art. 249 EGV Rn. 68; *Schoch*, NVwZ 1999, 457, 464 f.; *Winter*, NVwZ 1999, 467, 473.

dem Prinzip der funktionalen Subjektivierung Rechnung getragen wird. Denn die an den materiell-inhaltlichen Bezug zu stellenden Anforderungen sind gedanklich von zwei Seiten zu bestimmen. Auf der einen Seite deutet die Rechtsprechung zwar selbst darauf hin, dass nicht irgendein Interesse Einzelner ausreicht, sondern es muss ein gewisser Bezug zum Individuum selbst vorliegen. Auf der anderen Seite dient nach der funktionalen Subjektivierung die Geltendmachung von Rechten Einzelner aber auch der effektiven Kontrolle der Einhaltung des Gemeinschaftsrechts.<sup>725</sup> Es sind daher an den Begriff des personenbezogenen Rechtsgut weniger strenge Anforderungen zu stellen als an die Individualinteressen i.S.d. Schutznormtheorie. Insbesondere die strikte Trennung zwischen Individualinteressen und Allgemeininteressen kann vor dem Hintergrund des Prinzips der funktionalen Subjektivierung nicht aufrecht erhalten werden. Wenn die europäischen Bürger über die Wahrnehmung ihrer Rechte auch die Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts fördern sollen, dann müssen individuelle Rechte auch unabhängig davon einklagbar seien, ob die Personen in ihrer Funktion als Teil der Allgemeinheit, als Teil einer besonderen Gruppe (z.B. die Anleger oder die Bankkunden) oder als Individuen betroffen sind.<sup>726</sup> Personenbezogen ist daher ein Rechtsgut, wenn es eine Person in irgendeiner Funktion betrifft – sei es spezifisch als Individuum, sei es als Teil einer Gruppe oder sei es als Teil der Allgemeinheit.

Letztlich sind bei der Auslegung der Richtlinienbestimmung zwei Fragestellungen zu unterscheiden. Erstens ist zu klären, ob die betreffende Norm dem Schutz eines personenbezogenen Schutzgutes dient. Als ein solches Schutzgut kommen – wie zuvor dargelegt – sowohl Individualinteressen, als auch Gruppen- und Allgemeininteressen in Betracht. Der Kreis der Personen, die durch die Gemeinschaftsrechtsnorm Schutz erfahren, kann daher denkbar groß sein. Insbesondere kann der Schutz einer größeren Personengruppe intendiert sein, wie sie die Anleger im Bereich des Kapitalmarkts darstellen. Zweitens ist zu eruieren, ob die betreffende Bestimmung auch wirklich den Schutz des personenbezogenen Rechtsgutes *bezweckt*. Es bedarf dieser normativen Fundierung, da ein rein tatsächlicher Schutz keine Aussage über das Verhältnis von Norm zu Individuum trifft. Diese zwei Fragestellungen bilden die Komponenten der dritten Voraussetzung für ein subjektives Gemeinschaftsrecht.

---

<sup>725</sup> *Epiney*, VVDStRL 61 (2001), 362, 399.

<sup>726</sup> *Epiney*, VVDStRL 61 (2001), 362, 400; *Gellermann*, in: Rengeling/Middeke/Gellermann, Handbuch des Rechtsschutzes in der Europäischen Union, § 36 Rn. 20; *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 340.

In Anbetracht der vorherigen Überlegungen ergeben sich demnach für das Entstehen eines subjektiven Gemeinschaftsrechts folgende Voraussetzungen:

1. Die Richtlinienbestimmung muss so hinreichend genau formuliert sein, dass daraus unmittelbar Rechte abgeleitet werden können (inhaltliche Bestimmtheit und Unbedingtheit).
2. Die Richtlinienbestimmung muss den Schutz eines personenbezogenen Rechtsgutes bezwecken (Schutzzweck).
3. Der Einzelne muss in den durch die Richtlinienbestimmung geschützten Interessen tatsächlich betroffen sein (tatsächliche Betroffenheit).

### **III. Charakter von Aufsichtsregelungen**

Es ist bei der Untersuchung der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zu beachten, dass die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG nur die staatliche Aufsicht zum Gegenstand hat und damit nur einer subjektiv-rechtlichen Ausgestaltung der *Aufsichtsregelungen* entgegensteht. § 4 Abs. 4 FinDAG trifft jedoch keine Aussage über den Charakter der sonstigen, nicht aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des Kapitalmarktrechts. Die gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen sind daher daraufhin zu untersuchen, inwieweit den gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen subjektiv-rechtlicher Charakter zukommen, sie also subjektive Rechte auf Aufsicht vermitteln. Denn diese subjektiv-rechtliche Gestalt der gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen bedürfte dann zur Umsetzung in das deutsche Recht eine subjektiv-rechtliche Ausgestaltung der deutschen Aufsichtsregelungen, der § 4 Abs. 4 FinDAG entgegensteht.

Die kapitalmarktrechtlichen Richtlinien enthalten jeweils auch Vorschriften zur Aufsicht über die materiellen Regelungen der Richtlinien, z.B. Art. 48 ff. der Richtlinie 2004/39/EG und Art. 24 der Richtlinie 2004/109/EG. Nun könnte man in einem ersten Gedankenschritt annehmen, dass zwischen den Aufsichtsregelungen und den Regelungen, deren Einhaltung zu beaufsichtigen ist, zu trennen sei. Dieser Gedanke ist als ein erster Schritt richtig. Streng genommen sind daher die gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen auf die Vermittlung von subjektiven Rechten zu untersuchen. Nun ist in einem zweiten Schritt aber zu beachten, dass Aufsichtsregelungen und die zu beaufsichtigenden Normen im Hinblick auf den subjektiv-rechtlichen Charakter der



Aufsichtsregelungen zwingend logisch miteinander verknüpft sind. Die Aufsichtsregelung selbst, also beispielsweise eine Eingriffsbefugnis zur Durchsetzung einer Zulassungspflicht, kann mangels eigener materieller Aussage kein subjektives Recht vermitteln. Sie ist vielmehr als ein Rahmen zu verstehen, dessen subjektiv-rechtlichen Charakter von den ihn ausfüllenden Normen, also den zu beaufsichtigenden Normen, bestimmt wird. Eine Aufsichtsregelung vermittelt daher ein subjektives Recht, wenn der Regelung, deren Einhaltung es zu beaufsichtigen gilt, ein subjektiv-rechtlicher Charakter zukommt.

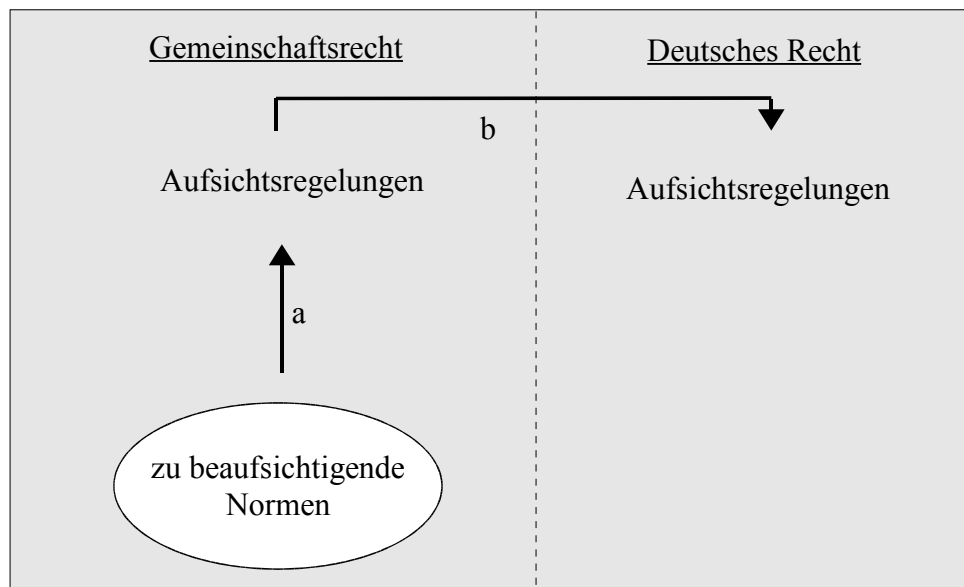
Zur Verdeutlichung sei dieser Gedanke noch einmal an zwei Beispielen aus dem nationalen Recht dargestellt. In den Bauordnungen der Länder sind bauaufsichtsbehördliche Eingriffsbefugnisse geregelt (Baueinstellungsverfügung, Beseitigungsanordnung und Nutzungsuntersagung). Ein subjektives Recht und damit ein Anspruch auf bauaufsichtsbehördliches Einschreiten vermitteln diese Vorschriften nur, wenn das betreffende Bauvorhaben gegen drittschützende Vorschriften des Baurechts verstößt.<sup>727</sup> § 21 BImSchG regelt den Widerruf einer immissionsschutzrechtlichen Genehmigung. Einen subjektiv-rechtlichen Charakter erhält diese Vorschrift aber nur, wenn der Widerruf begehrt wird, weil durch den Betrieb der betroffenen Anlage drittschützende Normen verletzt werden.<sup>728</sup>

Dieser Gedanke ist nun auf die Untersuchung der gemeinschaftsrechtlichen Regelungen anzuwenden. Wenn eine Aufsichtsregelung generell ein subjektives Recht verleiht, wenn die zu beaufsichtigende Norm einen subjektiv-rechtlichen Charakter aufweist, dann sind nicht die gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen, sondern die gemeinschaftsrechtlichen Normen, deren Einhaltung es zu beaufsichtigen gilt, auf ihren subjektiv-rechtlichen Charakter zu untersuchen. Denn wenn diese gemeinschaftsrechtlichen Normen ein subjektives Recht vermitteln, dann gilt dies auch für die Aufsichtsnorm. Es sind daher im Folgenden die gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen, deren Einhaltung einer staatlichen Aufsicht bedarf, daraufhin zu untersuchen, ob sie subjektive Rechte vermitteln.

---

727 Bönker, in: Hoppe/Bönker/Grotefels, Öffentliches Baurecht, § 18 Rn. 103; Köhler-Rott, in: Reichel/Schulte, Handbuch Bauordnungsrecht, 15. Kap. Rn. 41; Stollmann, Öffentliches Baurecht, § 21 Rn. 35; Wilke, in: Förster/Grundeis, Bauordnung für Berlin, Kommentar, § 69 Rn. 25.

728 Hansmann, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band 1, § 21 BImSchG Rn. 79; Jarass, Bundes-Immissionsschutzgesetz, Kommentar, § 21 Rn. 27; Koch, in: Koch/Scheuing, Gemeinschaftskommentar zum Bundes-Immissionsschutzgesetz, § 21 Rn. 110.



Die vorangegangenen Gedankenschritte wurden zur Zusammenfassung und Verdeutlichung grafisch dargestellt. Die subjektiven Rechte, die die gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen vermitteln, sind als subjektive öffentliche Rechte i.S.d. Schutznormtheorie in das deutsche Recht umzusetzen (b). Inwieweit die gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen subjektive Rechte vermitteln, bestimmt sich nach dem Charakter der zu beaufsichtigenden Normen (a), so dass in einem letzten Schritt dieser (subjektiv-)rechtliche Charakter der zu beaufsichtigenden Normen des Gemeinschaftsrechts im Wege der Auslegung zu bestimmen ist.

#### **IV. Auslegung der Richtlinien**

Es ist nun das dem Aufsichtsrecht im Bereich des Kapitalmarktes zugrunde liegende Gemeinschaftsrecht auf der Grundlage zuvor formulierter Bedingungen darauf hin zu untersuchen, ob es subjektive Rechte vermittelt. Dabei wird für die Voraussetzung „Schutzzweck“ insbesondere die Frage nach dem Schutz der Anleger relevant sein. Anders als bei Anwendung der Schutznormtheorie genügt es im Gemeinschaftsrecht für die Annahme subjektiver Rechte, dass mit der gemeinschaftsrechtlichen Bestimmung der Schutz einer Personengruppe bezweckt wird. Daher genügt es für die Bejahung eines subjektiven Rechts, dass die betreffende Richtlinienbestimmung dem Schutz der Gesamtheit der Anleger zu dienen bestimmt ist. Zudem gilt es zu beachten, dass die tatsächliche Betroffenheit eine Frage des konkreten Einzelfalls ist und daher bei dieser notwendigerweise abstrakten Betrachtung dahinstehen kann.

In Bezug auf die inhaltliche Bestimmtheit und Unbedingtheit gilt es zu beachten, dass die Richtlinienbestimmungen oftmals die Möglichkeit für die Mitgliedstaaten vorsehen, für einen Teil des Anwendungsbereiches einer Regelung Ausnahmen von dieser Regelung zuzulassen. Unabhängig von der Formulierung der grundsätzlichen Regelung verbleibt damit dem nationalen Gesetzgeber ein Umsetzungsspielraum dergestalt, dass er von dieser Ausnahmemöglichkeit Gebrauch machen kann oder nicht. Bei dem Bestehen einer Ausnahmemöglichkeit ist jedoch nicht die inhaltliche Bestimmtheit und Unbedingtheit für die gesamte Regelung zu verneinen. Vielmehr besteht der Umsetzungsspielraum nur für den Anwendungsbereich der Ausnahme. Soweit die Ausnahmemöglichkeit nicht reicht, verbleibt dem nationalen Gesetzgeber bei hinreichend genauer Formulierung kein Umsetzungsspielraum und die Richtlinie genügt für diesen Bereich den Anforderungen für das Entstehen eines subjektiven Rechts.

Einer solchen Herauslösung und gesonderten Anwendung von Vorschriften, soweit sie nicht von den Ausnahmemöglichkeiten erfasst werden, stimmt auch der EuGH zu. So führt der EuGH in der Rechtssache *Becker* aus, dass trotz eines Gestaltungsspielraums bei der Regelung eines Rechtskomplexes

„[...] den einzelnen nicht versagt werden [kann], sich auf diejenigen Bestimmungen zu berufen, die angesichts ihres Gegenstandes geeignet sind, aus dem Gesamtzusammenhang gelöst und gesondert angewendet zu werden“<sup>729, 730</sup>.

Es ist daher zu beachten, dass bei allen unten aufgeführten, einzelnen Richtlinienbestimmungen diese nur insoweit ein subjektives Recht begründen, wie in der Richtlinie selbst keine Ausnahmemöglichkeit normiert ist.

### **1. Richtlinie 85/611/EWG**

Die Richtlinie 85/611/EWG behandelt Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW). Gem. Art. 1 Abs. 2 handelt es sich um solche Organismen, deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren und/oder anderen in Art. 19 Abs. 1 der Richtlinie genannten liquiden Finanzanlagen zu investieren, und deren

---

729 EuGH, Slg. 1982, 53 Rn. 29.

730 Vgl. auch EuGH, Slg. 1991, I-5357, Rn. 19 f.; Slg. 1994, I-3325, Rn. 17; Slg. 1996, I-5063, Rn. 39.

Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber unmittelbar oder mittelbar zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden. Diese OGAW können in Form eines (von einer Verwaltungsgesellschaft verwalteten) Investmentfonds, eines Trusts<sup>731</sup> oder einer Investmentgesellschaft auftreten (Art. 1 Abs. 3). Mit Blick auf den Gegenstand dieser Untersuchung sind die Regelungen der Richtlinie 85/611/EWG für die Begründung subjektiver Rechte insofern interessant, als dass diese Organismen auch auf dem Kapitalmarkt i.S.d. engen Kapitalmarktbegriffes tätig sind.

Im Laufe der Jahre hat die Richtlinie 85/611/EWG eine Vielzahl an Änderungen erfahren. Bei der nun folgenden Untersuchung wird die Richtlinie in der Fassung zugrunde gelegt, die sie durch diese Änderungen erhalten hat.

Die Bestimmungen der Richtlinie müssten dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt sein. In dieser Hinsicht sind die Erwägungsgründe eindeutig. Nach den Erwägungsgründen Nr. 1 und 2 wird mit der Richtlinie über die Koordinierung der nationalen Rechtsvorschriften hinaus das Ziel eines wirksameren Schutz der Anteilinhaber verfolgt. Die Richtlinie 85/611/EWG bezweckt daher mit all ihren Bestimmungen den Anlegerschutz.

Zudem müssten die Richtlinienbestimmungen auch ihrer Formulierung nach den Anforderungen eines subjektiven Rechts entsprechen. Die Richtlinie 85/611/EWG enthält eine Vielzahl an Bestimmungen, so dass diese Frage im folgenden nach den verschiedenen Regelungskomplexen differenziert beantwortet wird.

#### **a) Zulassungspflicht**

Art. 4 Abs. 1 der Richtlinie normiert in eindeutiger Formulierung, dass ein OGAW zur Ausübung seiner Geschäftstätigkeit der staatlichen Zulassung bedarf. Diese generelle Zulassungspflicht wird in Art. 5 Abs. 1 und Art. 12 Abs. 1 auf die OGAW-Formen der Verwaltungsgesellschaft (eines Investmentfonds) und der Investmentgesellschaft konkretisiert. In den jeweils folgenden Bestimmungen sind die Voraussetzungen geregelt, die die Gesellschaften für die Erteilung der Zulassung erfüllen müssen. Diese Voraussetzungen sind teilweise hinreichend genau formuliert. So enthalten die Art. 5a Abs. 1 und Art. 5b Abs. 1 eindeutig formulierte Voraussetzungen für die Zulassung

---

731 Im Sinne dieser Richtlinie gilt ein Trust als Investmentfond, Art. 3 Abs. 3 Unterabs. 2.

einer Verwaltungsgesellschaft. Für die Zulassung einer Investmentgesellschaft sind die in Art. 13a Abs. 1 normierten Voraussetzungen hinreichend genau formuliert.

#### **b) Organisationspflichten**

In Art. 5f Abs. 1 Unterabs. 2 und Art. 13c sind Organisationspflichten für Verwaltungs- und Investmentgesellschaften geregelt. Danach müssen die nationalen Behörden den Gesellschaften vorschreiben, dass diese über eine ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung, Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen in Bezug auf elektronische Datenverarbeitung und angemessene interne Kontrollverfahren verfügen müssen. Dadurch soll eine weitgehende Rekonstruktion der abgeschlossenen Geschäfte ermöglicht werden. Damit enthalten diese Vorschriften die Vorgabe eines Ziels. Doch schon der Wortlaut dieser Zielvorgabe ist nicht eindeutig. Zu der Umsetzung, also der Art und Weise wie die Behörden den Gesellschaften dieses Ziel vorschreiben sollen, schweigt die Richtlinie. Es verbleibt dem nationalen Gesetzgeber ein Umsetzungsspielraum. Mangels konkreter Formulierung vermitteln diese Vorschriften kein subjektives Recht.

#### **c) Verwahrstelle**

Es ist in Art. 7 Abs. 1 und Art. 14 Abs. 1 eindeutig geregelt, dass die Verwahrung des Vermögens von Investmentfonds und Investmentgesellschaften einer Verwahrstelle übertragen werden muss. Daneben sind in Art. 7 Abs. 3, Art. 10, Art. 14 Abs. 3 und Art. 17 weitere Aufgaben der Verwahrstelle und die Art ihrer Wahrnehmung in hinreichend konkreter Formulierung normiert. Diese Vorschriften vermitteln daher ein subjektives Recht.

#### **d) Anlagepolitik**

In Abschnitt V der Richtlinie sind Verpflichtungen geregelt, die die Anlagepolitik der OGAW betreffen. Es finden sich in Art. 19 Abs. 1, Abs. 2, Art. 21, Art. 22 Abs. 1, Abs. 2 Unterabs. 2, Art. 24 Abs. 1, Abs. 2 Unterabs. 1, Abs. 3 Unterabs. 1, Art. 25 Abs. 1 Unterabs. 1, Abs. 2 Unterabs. 1 detaillierte Regelungen zu den Anlagen von Investmentfonds und Investmentgesellschaften. Diese Regelungen sind so genau formuliert, dass sie dem nationalen Gesetzgeber keinen Spielraum bei der Umsetzung belassen.

### **e) Informationspflichten**

Nach Art. 27 Abs. 1 müssen die Investmentgesellschaft und die Verwaltungsgesellschaft für jeden von ihr verwalteten Investmenttrust oder -fonds einen vereinfachten Prospekt, einen vollständigen Prospekt, einen Jahresbericht je Geschäftsjahr und einen Halbjahresbericht für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres veröffentlichen. In Art. 28 ist der vorgeschriebene Inhalt dieser Prospekte und Berichte mit Verweis auf die Schemata A, B und C im Anhang der Richtlinie näher geregelt. Diese Schemata enthalten detaillierte Vorgaben zum Inhalt der Berichte und Prospekte. Soweit daher in Art. 28 Abs. 2, Abs. 3, Abs. 5 und Abs. 6 i.V.m. den Schemata im Anhang Mindestvorgaben zum Inhalt normiert werden, verbleibt dem nationalen Gesetzgeber kein Spielraum bei der Umsetzung.

### **f) Allgemeine Verpflichtungen des OGAW**

In Abschnitt VII der Richtlinie sind weitere Verpflichtungen des OGAW geregelt. Dabei erfüllen die Regelungen der Art. 36 Abs. 1, Art. 41 Abs. 1 und Art. 42 die Anforderungen für das Entstehen eines subjektiven Rechts im Hinblick auf die Formulierung. In den genannten Bestimmungen ist eindeutig geregelt, dass weder Investmentgesellschaften noch die Verwaltungsgesellschaften oder die Verwahrstellen für Rechnung von Investmentfonds Kredite aufnehmen, Kredite gewähren, für Dritte als Bürgen eintreten oder Leerverkäufe von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder anderen näher bestimmten Finanzinstrumenten tätigen dürfen.

## **2. Richtlinie 97/9/EG**

Die Richtlinie 97/9/EG hat die Einrichtung von Systemen zur Entschädigung der Anleger zum Gegenstand. Dabei stellen die Erwägungsgründe Nr. 4 und 11 klar, dass der Schutz der Anleger, insbesondere der Kleinanleger, Regelungszweck dieser Vorschriften ist. Für die Begründung von subjektiven Rechten ist daher die Formulierung der Richtlinienbestimmungen entscheidend.

Die Art. 2 Abs. 1 und Art. 5 Abs. 4 sind in ihrer Formulierung eindeutig. Danach dürfen zugelassene Wertpapierfirmen Wertpapiergeschäfte nur tätigen, wenn sie einem nationalen Anlegerentschädigungssystem angeschlossen sind. Zudem hat die nationale Behörde die Zulassung zu widerrufen, wenn einer Wertpapierfirma die Mitgliedschaft in dem Anlegerentschädigungssystem gekündigt wird. Diese Richtlinienbestimmungen

vermitteln damit ein subjektives Recht dahingehend, dass der Anleger sich darauf berufen kann, dass eine Zulassung gemäß den obigen Vorschriften nicht hätte erteilt und/oder hätte entzogen werden müssen.

### **3. Richtlinie 98/26/EG**

Gegenstand der Richtlinie 98/26/EG ist die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen. Soweit die Richtlinie Vorschriften zu Abrechnungen in Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen enthält, trifft sie damit Regelungen auf dem Gebiet des Kapitalmarkts i.S.d. engen Kapitalmarkt-begriffs, dem Gegenstand dieser Untersuchung, und ist für die Begründung subjektiver Rechte einschlägig. Voraussetzung für subjektive Gemeinschaftsrechte ist jedoch, dass die Richtlinie den Schutz der Anleger bezweckt. Die Erwägungsgründe sprechen eindeutig gegen den Schutz der Anleger als Regelungszweck. So werden die Anleger und deren Schutz in den Erwägungsgründen nicht erwähnt. Vielmehr ist das Risiko, das sich aus der Vielzahl und Verschiedenheit der nationalen Systemen zur Wertpapierlieferung und -abrechnung ergibt, Grund dieser Richtlinie. Die Erwägungsgründe Nr. 1, 3 und 9 stellen klar, dass die Verringerung dieses Systemrisikos Regelungszweck der Richtlinie 98/26/EG ist. Die Richtlinie 98/26/EG bezweckt damit nicht den Schutz eines personenbezogenen Rechtsgutes und begründet daher keine subjektive Rechte.

### **4. Richtlinie 2001/34/EG**

Die Richtlinie 2001/34/EG regelt die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen. Die Vorschriften dieser Richtlinie wurden durch die Richtlinien 2003/6/EG, 2003/71/EG, 2004/109/EG und 2005/1/EG zu weiten Teilen gestrichen. Als Regelungsgegenstand verblieben jedoch die Voraussetzungen für die Zulassung von Aktien und Schuldverschreibungen zur amtlichen Notierung.

Es gilt daher nun zu klären, ob diese Vorschriften den Schutz der Anleger bezwecken. Die Erwägungsgründe sind in dieser Hinsicht nicht eindeutig. In Erwägungsgrund Nr. 2 wird ausgeführt, dass die Koordinierung der Zulassungsbedingungen in den Mitgliedstaaten geeignet ist, den Anlegerschutz auf Gemeinschaftsebene gleichwertig zu gestalten. Daraus lässt sich schließen, dass die Regelung der Zulassungsbedingungen dem Anlegerschutz dienen soll. Insbesondere im Vergleich zu der sonst üblichen Deut-

lichkeit, mit der der Anlegerschutz als Regelungsziel in den Erwägungsgründen der zuvor dargestellten Richtlinien formuliert wurde, erscheint dieser Schluss aber nur als bedingt überzeugend. Eindeutiger dagegen und damit verbleibende Zweifel ausräumend ist in diesem Fall der Richtlinien text selber. Nach Art. 11 Abs. 2, Art. 12 können die nationalen Behörden die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung ablehnen oder an zusätzliche Bedingungen knüpfen, wenn dies dem *Interesse der Anleger* dient. Zudem ist nach Art. 15 der Anlegerschutz maßgeblicher Gesichtspunkt bei der Zulassung von Zertifikaten, die Aktien vertreten, zur amtlichen Notierung. Damit steht fest, dass die Vorschriften über die Zulassung zu amtlichen Notierung den Schutz der Anleger bezwecken.

Die in den Art. 42 ff. der Richtlinie geregelten Voraussetzungen müssen auch in Hinsicht auf ihre Formulierung den Anforderungen für das Entstehen eines subjektiven Rechts entsprechen. In diesen Bestimmungen sind Mindestbedingungen für die Zulassung von Aktien und Schuldverschreibungen zur amtlichen Börsennotierung geregelt.<sup>732</sup> Es ist den Mitgliedstaaten gem. Art. 8 unbenommen, strengere Zulassungsvoraussetzungen zu normieren. Schon dieser Charakter als Mindestanforderung spricht für eine hinreichend konkrete Formulierung. Bei einer Analyse des Richtlinien textes erscheinen die Art. 42, Art. 43 Abs. 1, Art. 44 S. 1, Art. 45, Art. 46 Abs. 1, Art. 47, Art. 48 Abs. 1, Abs. 5, Art. 49 Abs. 1, Art. 52, Art. 53, Art. 54 Abs. 1, Art. 55 S. 1, Art. 56, Art. 58 S. 1, Art. 60, Art. 61 S. 1, Art. 62 als hinreichend konkret formuliert. Diese Richtlinienbestimmungen vermitteln damit ein subjektives Recht dahingehend, dass der Anleger sich darauf berufen kann, dass eine Zulassung gemäß den obigen Vorschriften nicht erteilt werden darf bzw. nicht hätte erteilt werden dürfen.

## **5. Richtlinie 2003/6/EG**

Die Richtlinie 2003/6/EG enthält Regelungen zu Insidergeschäften und Marktmanipulation. Der Schutz der Anleger ist jedoch kein Schutzzweck dieser Richtlinie. In den Erwägungsgründen werden die Anleger zwar in Zusammenhang mit Schutzerwägungen genannt. Es wird aber mit der Richtlinie der Schutz *des Vertrauens* der Anleger in die Kapitalmärkte bezweckt.<sup>733</sup> Der Schutz des Vertrauens der Anleger ist nicht gleichzusetzen mit einem bezweckten Schutz der Anleger selber. Vielmehr wird mit dem Schutz

---

<sup>732</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 6.

<sup>733</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 2, 12, 24.



des Vertrauens die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte gesichert. Denn Kapitalmärkte können nur funktionieren, wenn das Anlegerpublikum Vertrauen in die Integrität und Stabilität der Märkte hat.<sup>734</sup>

Auch die Richtlinienbestimmungen selbst sprechen gegen die Annahme von Anlegerschutz als Schutzzweck. So werden die Anleger oder deren Schutz nicht ein einziges Mal erwähnt. Allenfalls die Erwägungsgründe Nr. 25 und 26 lassen erkennen, dass dem Normsetzer bewusst war, dass die Regelungen zu Insidergeschäften und Marktmanipulation auch einen verbesserten Schutz der Anleger zur Folge haben können. Doch die Erwägungsgründe und der Richtlinien text lassen den Schluss zu, dass dieser Schutz nicht *bezweckt* war. Es fehlt damit an der notwendigen normativen Fundierung, so dass festzuhalten bleibt, dass die Richtlinie 2003/6/EG keine subjektiven Rechte vermittelt.

## **6. Richtlinie 2003/71/EG**

Die Richtlinie 2003/71/EG betrifft den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist. Die Regelungen zum Prospekt sind dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt. Dieser Schutzzweck ergibt sich aus den Erwägungsgründen Nr. 10, 12, 16, 18, 21 und 27.

Die Vorschriften der Richtlinie sind jedoch weitgehend nicht ausreichend konkret formuliert und/oder verweisen zur inhaltlichen Konkretisierung auf noch zu erlassende Durchführungsmaßnahmen<sup>735</sup>. Insoweit ergeben sich aus der Richtlinie keine subjektiven Rechte.<sup>736</sup> Anders stellt sich dagegen die Formulierung der grundsätzlichen Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospektes dar. Diese Regelung in Art. 3 Abs. 1 ist unbedingt formuliert und belässt dem Mitgliedstaat hinsichtlich dieser grundsätzlichen Verpflichtung kein Umsetzungsspielraum. Hinsichtlich der weiteren Ausgestaltung dieser Verpflichtung sind die Regelungen, wie schon zuvor angemerkt, weitgehend zu allgemein formuliert.

Es gibt zu dieser grundsätzlich unkonkreten Formulierung des Richtlinien textes einige Ausnahmen. Eine Ausnahme hierzu stellen die Regelungen dar, die die Zusammenfas-

<sup>734</sup> Vgl. oben 1. Teil B. II.

<sup>735</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 4, Art. 5 Abs. 5, Art. 7 Abs. 1, Art. 10 Abs. 4, Art. 11 Abs. 3, Art. 13 Abs. 7, Art. 14 Abs. 8.

<sup>736</sup> Zu der Frage nach subjektiven Rechten aus den Durchführungsmaßnahmen vgl. unten 2. Teil D. III. 11.

sung als Teil eines Prospektes behandeln. Diese Vorschriften in Art. 5 Abs. 2 sind in ihrer Formulierung hinreichend konkret. Die Bedeutung dieser Zusammenfassung für den Anlegerschutz unterstreicht der Erwägungsgrund Nr. 21. Auch einige Vorschriften der Richtlinie zur Billigung und Veröffentlichung des Prospektes genügen diesen Anforderungen. So zum einen die grundsätzliche Verpflichtung zur Billigung des Prospektes durch die zuständige nationale Behörde vor dessen Veröffentlichung in Art. 13 Abs. 1. Zum anderen die die Veröffentlichung des Prospektes regelnden Bestimmungen in Art. 14 Abs. 1, 2, 4, 6 und 7. Zuletzt erscheinen auch die Vorschriften des Art. 16 der Richtlinie zur Nachtragspflicht zum Prospekt hinreichend konkret formuliert. Es erwachsen daher aus den Art. 3 Abs. 1, Art. 5 Abs. 2, Art. 13 Abs. 1, Art. 14 Abs. 1, Abs. 2, Abs. 4, Abs. 6 und Abs. 7 und Art. 16 der Richtlinie 2001/34/ EG subjektive Rechte für die Anleger.

## **7. Richtlinie 2004/25/EG**

Die Richtlinie hat die Regelung von Übernahmeangeboten zum Gegenstand. Dabei ist fraglich, ob alle diesbezüglichen Regelungen dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt sind. Die zweite Begründungserwägung liefert einen ersten Hinweis auf eine solche Schutzrichtung. Eindeutig dem Schutz der Anleger bezwecken die Regelungen über das Pflichtangebot bei dem Erwerb einer Beteiligung, die die Kontrolle über die Zielgesellschaft begründet. Dies stellt die neunte Begründungserwägung und Art. 3 Abs. 1 lit. a) der Richtlinie klar. Die diesbezüglichen Regelungen in Art. 5 Abs. 1, Abs. 4 Unterabs. 1, Abs. 5 Unterabs. 2, Unterabs. 3 sind hinreichend genau formuliert.

Zudem muss ein Bieter eine Angebotsunterlage mit den notwendigen Informationen erstellen und bekanntmachen. Mit dieser Informationsquelle sollen die Wertpapierinhaber in die Lage versetzt werden, auf der Grundlage ausreichender Information eine eigenverantwortliche Entscheidung über die Annahme des Angebots fällen zu können. Aufgrund der expliziten Nennung dieser Zielrichtung in Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 1 und mit Blick auf die Funktion der Publizitätspflichten sind daher auch diese Regelungen dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt. Die Regelungen zur Angebotsunterlage sind in Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 1, Abs. 3 der Richtlinie hinreichend genau formuliert. Diese Bestimmungen der Richtlinie 2004/25/EG vermitteln daher ein subjektives Recht.

## 8. Richtlinie 2004/39/EG

Die Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente enthält eine Vielzahl von Regelungen. Dabei lässt schon Erwägungsgrund Nr. 31, wonach Anlegerschutz das Ziel dieser Richtlinie ist, die Richtlinie in Hinblick auf subjektive Rechte fruchtbar erscheinen. Für die Begründung subjektiver Rechte besonders interessant sind die Bestimmungen, die eine Zulassungspflicht für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten statuieren, die Wohlverhaltensregeln der Art. 19 ff., die Vorschriften über eine Trennung von Eigentumsrechten des Anlegers an Wertpapieren von solchen der Wertpapierfirma<sup>737</sup> und die Regelungen zu Markttransparenz und -integrität.

### a) Zulassungspflicht

Die Normierung, dass die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten einer vorherigen staatlichen Zulassung bedarf, bezweckt den Schutz der Anleger. Dies lassen die Erwägungsgründe Nr. 3 und 17 eindeutig erkennen. Entscheidend für die Begründung von subjektiven Rechten ist daher, ob die diese Zulassungspflicht regelnden Richtlinienbestimmungen hinreichend genau formuliert sind. Das Erfordernis einer staatlichen Zulassung ist in Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie eindeutig geregelt. Die Regelungen zum Umfang der Zulassung (Art. 6) und zum Verfahren zur Erteilung der Zulassung (Art. 7) sind nicht hinreichend genau und lassen dem nationalen Gesetzgeber einen Spielraum bei der Umsetzung. Zudem mangelt es an der Normierung von positiven Voraussetzungen, die vorliegen müssen, um die erforderliche Zulassung zu erhalten. Insoweit liegen die Voraussetzungen für subjektive Rechte nicht vor.

---

<sup>737</sup> Der Begriff *Wertpapierfirma* ist im Hinblick auf das deutsche Recht missverständlich. Dieser Begriff wird jedoch im Richtlinien-text verwandt und wird daher auch in diesem Abschnitt der Untersuchung benutzt. Bei der Umsetzung in das deutsche Recht hat der Gesetzgeber den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens eingeführt.

Jedoch enthält die Richtlinie in Art. 8, Art. 9 Abs. 3 und Art. 10 Abs. 1 und Abs. 2 eindeutige Regelungen, wann die nationale Behörde die Erteilung der Zulassung zu verweigern hat. Außerdem ist auch in Art. 8 eindeutig geregelt, wann die Behörde der Wertpapierfirma die Zulassung entziehen kann. Diese Regelungen sind so genau formuliert, dass dem Gesetzgeber kein Umsetzungsspielraum verbleibt. Diese Regelungen gewähren damit subjektive Rechte. Diese Richtlinienbestimmungen vermitteln damit ein subjektives Recht dahingehend, dass der Anleger sich darauf berufen kann, dass eine Zulassung gemäß den obigen Vorschriften nicht hätte erteilt und/oder hätte entzogen werden müssen.

#### **b) Trennung von Eigentumsrechten**

Erwägungsgrund Nr. 26 stellt klar, dass die Normierung einer Pflicht zur Trennung von Eigentumsrechten des Anlegers an Wertpapieren und ähnlichen Rechten von den Rechten der Wertpapierfirma dem Schutz der Anleger dient. Jedoch mangelt es an eindeutigen Bestimmungen, die diese Verpflichtung konkretisieren. Lediglich in Art. 13 Abs. 7 und Abs. 8 sind einige organisatorische Anforderungen normiert. Dabei werden die Wertpapierfirmen aber nur zu „geeigneten Vorkehrungen“<sup>738</sup> verpflichtet. Diese Formulierungen sind nicht so genau, dass daraus unmittelbar Rechte abgeleitet werden können. Vielmehr verbleibt den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung dieser Richtlinienbestimmungen ein Spielraum. Diese organisatorische Trennungspflicht begründet daher keine subjektiven Rechte.

#### **c) Wohlverhaltensregeln**

In den Art. 19 ff. der Richtlinie sind eine Vielzahl von Verhaltenspflichten für Wertpapierfirmen geregelt. Schon Erwägungsgrund Nr. 41 legt nahe, dass diese Pflichten dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt sind. Etwaig verbleibende Zweifel an diesem Schutzzweck werden von der amtlichen Überschrift zu den Art. 19 ff. ausgeräumt. Danach finden sich in diesem Kapitel II Abschnitt 2 der Richtlinie die „Bestimmungen zum Anlegerschutz“. Zweck der Art. 19-24 ist daher der Anlegerschutz.

Die Regelungen der Art. 19 ff. müssen zudem hinreichend genau formuliert sein. Dabei erscheinen die jeweils in Abs. 1 der Art. 19, 21 und 22 geregelten Verpflichtungen der Wertpapierfirmen als zu ungenau, als dass aus diesen unmittelbar Rechte abgeleitet

---

738 Vgl. Art. 13 Abs. 7, Abs. 8.

werden können. Diese einleitenden Absätze enthalten grundsätzliche Verpflichtungen. So müssen die Wertpapierfirmen „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden handeln“ (Art. 19 Abs. 1), „bei der Ausführung von Aufträgen [...] das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden [...] erreichen“ (Art. 21 Abs. 1) und „Verfahren und Systeme anwenden, die eine unverzügliche, redliche und rasche Abwicklung von Kundenaufträgen [...] gewährleisten“ (Art. 22 Abs. 1). In den folgenden Absätzen werden diese grundsätzlichen Verpflichtungen jedoch konkretisiert. So enthalten Art. 19 Abs. 2, Abs. 3, Abs. 4, Abs. 5, Abs. 7, Abs. 8, Art. 21 Abs. 2, Abs. 3, Abs. 4, Abs. 5 und Art. 22 Abs. 2 eindeutig formulierte Verpflichtungen der Wertpapierfirmen, bei deren Umsetzung in nationales Recht den Mitgliedstaaten kein Spielraum verbleibt.

Es ist aber dennoch fraglich, ob diese eindeutigen Regelungen subjektive Rechte begründen, denn diese Bestimmungen regeln Pflichten allein im Verhältnis zwischen Wertpapierfirma und dem Anleger. Im Verhältnis zwischen zwei Bürgern finden Richtlinien grundsätzlich keine unmittelbare Anwendung. Aus der unmittelbaren Wirkung soll keine Verpflichtung zu Lasten der Bürger erwachsen.<sup>739</sup> In diesem Fall liegt die Fragestellung jedoch anders. Es geht nicht um eine unmittelbare Anwendung der Richtlinienbestimmungen, sondern um die Frage, ob deren Formulierung hinreichend eindeutig ist, um ein subjektives Recht auf staatliche Aufsicht über die Einhaltung dieser Regeln zu begründen. Selbst bei Bejahung dieser Frage werden die Bestimmungen der Richtlinie in diesem Zusammenhang nicht als Rechtsgrundlage für eine Entscheidung zu Lasten des Bürgers herangezogen.

Streng genommen steht daher die Aufsicht durch die Behörden der Mitgliedstaaten über die Einhaltung dieser Regeln im Mittelpunkt. Diese spezielle Aufsichtstätigkeit ist in Art. 50 Abs. 2 lit. i) der Richtlinie geregelt, so dass diese Norm der konkrete Anknüpfungspunkt für die Begründung eines subjektiven Rechts ist. Nach Art. 50 Abs. 2 lit. i) muss zuständigen Behörden zumindest das Recht verliehen werden, jede Maßnahme zu erlassen, um zu gewährleisten, dass zugelassene Wertpapierfirmen den rechtlichen Anforderungen genügen. Soweit diese rechtlichen Anforderungen in den Richtlinienbestimmungen eindeutig formuliert sind und dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt

---

739 St. Rspr. des EuGH, vgl. EuGH, Slg. 1986, 723, Rn. 47 f.; Slg. 1990, I-4135, Rn. 6; Slg. 1994, I-3325, Rn. 24 ff.; Slg. 2000, I-7535, Rn. 50.

sind, ist daher auch die Aufsichtstätigkeit eindeutig bestimmt und bezweckt den Schutz der Anleger. Die Aufsichtsnorm ist auch hier quasi als Rahmen zu verstehen, deren Eindeutigkeit und Schutzzweck sich aus den Normen ergibt, deren Einhaltung es zu beaufsichtigen gilt und die damit diesen Rahmen füllen. Es folgt daher aus Art. 50 Abs. 2 lit. i) ein subjektives Recht auf Aufsicht über die Einhaltung der in Art. 19 Abs. 2, Abs. 3, Abs. 4, Abs. 5, Abs. 7, Abs. 8, Art. 21 Abs. 2 S. 2, Abs. 3, Abs. 4, Abs. 5 und Art. 22 Abs. 2 normierten Pflichten der Wertpapierfirmen.

#### **d) Transparenzvorschriften**

In den Art. 25 ff. der Richtlinie sind Transparenzvorschriften für Wertpapierfirmen geregelt. Diese Veröffentlichungsverpflichtungen bezwecken Anlegerschutz. Dieser Schutzzweck ist in Erwägungsgrund Nr. 44 formuliert. Danach dienen die Transparenzvorschriften für Wertpapierfirmen einem zweifachen Ziel, Anlegerschutz und Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Mit diesen Vorschriften ist daher auch der Anlegerschutz bezweckt.

Diese Transparenzvorschriften müssen in dem Richtlinien text hinreichend genau formuliert sein. Im Hinblick auf diese Anforderung erweist sich der Richtlinien text in den Art. 25 ff. als fruchtbar. Denn in diesen Regelungen werden den Mitgliedstaaten für die Transparenz bei Wertpapierfirmen Mindestangaben vorgegeben, die durch die Wertpapierfirmen zu veröffentlichen sind. Diese Regelungen enthalten damit genaue Festlegungen, welche Angaben die Wertpapierfirmen unter welchen Voraussetzungen zu veröffentlichen haben. Daher sind die Veröffentlichungspflichten in den Art. 27 Abs. 1, Art. 28 Abs. 1, Abs. 2, Art. 29 Abs. 1 und Art. 30 Abs. 1 so genau formuliert, dass den nationalen Gesetzgebern kein Spielraum bei der Umsetzung verbleibt. Insoweit entstehen subjektive Rechte.

#### **e) Interessenkonflikte**

Die Richtlinie schreibt in Art. 18 Abs. 1 vor, dass von den Wertpapierfirmen alle angemessenen Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten zu treffen sind. Diese Regelung dient nach Erwägungsgrund Nr. 29 dem Schutz der Kunden, und damit dem Schutz der Anleger. Jedoch ist diese Verpflichtung in ihrer Formulierung zu allgemein, als dass sie subjektive Rechte begründen könnte.

## 9. Richtlinie 2004/109/EG

Es sollen mit der Richtlinie 2004/109/EG Transparenzanforderungen im Bereich des Kapitalmarktes harmonisiert werden. Das Regelungsziel der Harmonisierung spricht auf den ersten Blick gegen die Vermittlung subjektiver Rechte.<sup>740</sup> Es wird zwar den Erwägungsgründen angegeben, dass die Harmonisierung der Transparenzbestimmungen den Anlegerschutz erhöhe<sup>741</sup> bzw. einen wirksamen Anlegerschutz gewährleiste<sup>742</sup>. Doch damit ist nur die Aussage getroffen, dass generell die Harmonisierung dem Anlegerschutz dienen soll. Dies legt auch der Erwägungsgrund Nr. 41 nahe. Danach ist es Ziel dieser Richtlinie, das Vertrauen der Anleger zu sichern und so den Binnenmarkt zu vollenden.

Die Aussage, dass die Angleichung ganzer Regelungskomplexe auch dem Schutz der Anleger diene, kann jedoch keine subjektiven Rechte begründen. Denn Anknüpfungspunkt für ein subjektives Recht ist stets eine konkrete Bestimmung.<sup>743</sup> Für die Annahme eines subjektiven Rechtes bedarf es damit der Aussage, dass mit einer konkreten Regelung der Schutz der Anleger bezweckt ist.

Doch auch insoweit erweist sich die Richtlinie 2004/109/EG als fruchtbar. Denn nach Begründungserwägung Nr. 18 sollen mit der Publizitätspflicht für Änderungen bedeutender Beteiligungen Anleger in die Lage versetzt werden, Aktienkäufe oder -verkäufe in voller Kenntnis der geänderten Stimmrechte zu tätigen. Diese Informationspflicht bezweckt damit den Schutz der Anleger.

Zudem müssen die diese Informationspflichten bestimmenden Richtlinienvorschriften hinreichend genau formuliert sein. In Art. 9 Abs. 1 ist geregelt, dass ein Aktionär bei dem Erreichen bzw. Über- oder Unterschreiten spezieller Schwellen von Stimmrechtsanteilen dem Emittenten mitteilen muss, welchen Anteil an Stimmrechten er hält. In Art. 10 wird die Mitteilungspflicht auf Personen ausgedehnt, die zum Erwerb, zur Veräußerung oder zur Ausübung von Stimmrechten berechtigt sind. Auch das Verfahren für die Mitteilung und Veröffentlichung bedeutender Beteiligungen ist in Art. 12, insbesondere in den Absätzen 1, 2 und 6 genau geregelt. Die vorgenannten Vorschriften der Richtlinie

---

740 Vgl. EuGH, WM 2005, 365, 369.

741 Vgl. Erwägungsgrund Nr. 2, 5.

742 Vgl. Erwägungsgrund Nr. 27.

743 Vgl. unten 2. Teil D. V.

sind so genau formuliert, dass sie dem nationalen Gesetzgeber keinen Spielraum bei der Umsetzung lassen. Daneben finden sich in den ebenfalls genau formulierten Vorschriften der Art. 14 Abs. 1, Art. 15 und Art. 16 der Richtlinie weitere Publizitätspflichten, die die Stimmrechtsverhältnisse betreffen.

Es lässt sich damit als Zwischenergebnis festhalten, dass die Richtlinie 2004/109/EG mit ihren Bestimmungen in Art. 9 Abs. 1, Art. 10, Art. 12 Abs. 1, Abs. 2 und Abs. 6, Art. 14 Abs. 1, Art. 15 und Art. 16 den Anlegern subjektive Rechte verleiht.

## **10. Richtlinie 2006/49/EG**

Die Richtlinie 2006/49/EG behandelt die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten. Sie ist damit die Nachfolgerichtlinie zur Richtlinie 93/6/EG, die mehrmals geändert wurde und mit der Richtlinie 2006/49/EG nun eine Neufassung erhielt.<sup>744</sup> Es gilt nun die Frage nach dem Schutzzweck der Richtlinie zu beantworten. Dabei sind die Erwägungsgründe nicht eindeutig. Lediglich in Erwägungsgrund Nr. 12 wird der Anlegerschutz erwähnt. Danach „können die Eigenmittel der Absorbierung von Verlusten dienen, [...], um so die Kontinuität der Geschäftstätigkeit der Institute sowie den Anlegerschutz zu gewährleisten.“<sup>745</sup> Diese Formulierung spricht erstmal für die Annahme von Anlegerschutz als Regelungszweck. Jedoch ist die Formulierung nicht eindeutig, da sie den Anlegerschutz nur als eine mögliche Folge der Regelungen über die angemessene Eigenkapitalausstattung bezeichnet. Dabei wird nicht zweifelsfrei deutlich, ob diese Folge bezweckt ist oder lediglich einen Reflex zum einem anderen, dem eigentlichen Regelungsziel darstellt.

Die Materialien aus dem Entstehungsprozess der Richtlinie könnten weiteren Aufschluss über deren Schutzzweck bieten. Der Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss hat sich in einer Stellungnahme zu dem Richtlinienvorschlag von Europäischem Parlament und Rat geäußert.<sup>746</sup> Laut der Stellungnahme dient die Richtlinie in erster Linie der Umsetzung der neuen Basel-Rahmenvereinbarung („International Convergence of Capital Measures and Capital Standards“) in der Europäischen Union.<sup>747</sup> In Bezug auf Wertpapierfirmen begrüßt der Ausschuss die einheitliche Behandlung von

---

744 Erwägungsgrund Nr. 1.

745 Vgl. Erwägungsgrund Nr. 12.

746 Stellungnahme Wirtschaft- und Sozialausschuss, ABl. C 234/2005, S. 8 ff.

747 Vgl. Nr. 1.1 der Stellungnahme Wirtschaft- und Sozialausschuss, ABl. C 234/2005, S. 8.



Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und sieht darin eine Maßnahme zur Verbesserung der Stabilität des europäischen Finanzsystems.<sup>748</sup> Dies spricht gegen den Anlegerschutz als Schutzzweck. Der Ausschuss stellt jedoch auch fest, dass die neuen Regeln den Verbrauchern in Gestalt eines höheren Vertrauens in die Finanzierungssysteme und eines signifikant verringerten systemischen Risikos zugute kommen werden.<sup>749</sup> Soweit sie damit auf die Risikoverringeringung abstellt, spricht die Stellungnahme damit für ein Bezwecken des Anlegerschutzes. Insgesamt erscheint die Stellungnahme in Bezug auf den Schutzzweck der Richtlinie als uneindeutig damit als wenig fruchtbar für die Auslegung der Richtlinie 2006/49/EG.

Eine eindeutige Aussage dagegen trifft die Richtlinie 93/6/EG. Laut Erwägungsgrund Nr. 8 der Richtlinie 93/6/EG dienen die Eigenmittel der Wertpapierfirmen „dazu, den Fortbestand der Institute zu sichern und die Anleger zu schützen.“ Es liegt daher nahe, dass auch die Regelungen über die Eigenkapitalausstattung dem Schutz der Anleger zu dienen bestimmt sind. Da die Richtlinie 2006/49/EG die Neufassung der Richtlinie 93/6/EG darstellt und die Regelungen, insbesondere bzgl. des Anfangskapitals, sich weitgehend ähneln, ist von einer Beibehaltung des Schutzzwecks auszugehen. Auch die Richtlinie 2006/49/EG bezweckt daher den Schutz der Anleger.

Die Regelungen der Richtlinie 2006/49/EG sind teilweise auch hinreichend genau formuliert. So belassen die Vorschriften über das Anfangskapital für Wertpapierfirmen in den Art. 5 Abs. 1, Art. 6, Art. 7, Art. 8, Art. 9 und bzgl. der Deckung der Risiken in Art. 18 Abs. 1 und Art. 21 Unterabs. 1 dem nationalen Gesetzgeber bei der Umsetzung keinen Spielraum und begründen damit subjektive Rechte.

## **11. Durchführungsmaßnahmen nach dem Komitologie-Verfahren**

Die Richtlinien, insbesondere die Richtlinie 2003/71/EG, enthalten teilweise grundsätzliche, in ihrer Formulierung abstrakte Rahmenvorschriften. Diese können aufgrund der Abstraktheit ihrer Formulierung keine subjektiven Rechte begründen.<sup>750</sup> Zugleich wird die Kommission in den Richtlinien ermächtigt, auf der Grundlage des sog. Komitologie-Verfahrens Durchführungsmaßnahmen zur Ausfüllung dieser grundsätzlichen Bestimmungen zu erlassen.

---

748 Nr. 3.6 der Stellungnahme Wirtschaft- und Sozialausschuss, ABl. C 234/2005, S. 12.

749 Nr. 3.2 der Stellungnahme Wirtschaft- und Sozialausschuss, ABl. C 234/2005, S. 10.

750 Vgl. oben 2. Teil D. IV. 6.

Die Einführung des Komitologie-Verfahrens im Bereich des Kapitalmarktes ist auf den Vorschlag des sog. Ausschuss der Weisen unter Vorsitz von *Alexandre Lamfalussy* zurückzuführen. Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU (ECOFIN) beauftragte diesen Ausschuss im Juli 2000, einen neuen institutionellen Rahmen zur zügigen Umsetzung des Aktionsplanes Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan, FSAP)<sup>751</sup> zu schaffen. Der Ausschuss machte daher Vorschläge zu einem beschleunigten Rechtsetzungsverfahren.<sup>752</sup> Nach der Zustimmung des Europäischen Rates<sup>753</sup> und des Europäischen Parlamentes<sup>754</sup> zum reformierten Verfahren spielen die neu geschaffenen Ausschüsse – der Wertpapierausschuss (European Securities Committee, ESC) aus Vertretern der Mitgliedstaaten und der Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators, CESR) – inzwischen die ihnen zugedachte, wichtige Rolle beim Rechtsetzungsverfahren.<sup>755</sup>

Auf der Grundlage von Art. 202, 3. Spiegelstrich EGV überträgt der Europäische Rat seine Kompetenz zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen auf die Kommission. Dabei kann das Verfahren in zwei Stufen unterteilt werden. Auf der ersten Stufe werden die politischen Grundentscheidungen nach dem üblichen Rechtsetzungsverfahren, d.h. nach dem hier einschlägigen Mitentscheidungsverfahren nach Art. 251 EGV, getroffen. Diese geben die Grundzüge des Regelungsprogramms vor und enthalten die Ermächtigung zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen. Auf der zweiten Stufe entwirft und beschließt die Kommission unter Mitwirkung des ESC und CESR die auf der ersten Stufe delegierten Durchführungsmaßnahmen.<sup>756</sup> Dieses Rechtsetzungsverfahren der Kommission ist in Art. 5 des Komitologie-Beschluss des Rates normiert.<sup>757</sup>

Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Durchführungsmaßnahmen ein subjektives Recht auf Aufsicht vermitteln können. Da die Maßnahmen aber nur der Durchführung der Richtlinien dienen und die Einhaltung der Richtlinienbestimmungen es ohnehin zu beaufsichtigen gilt, erstreckt sich die Aufsicht damit – quasi mittelbar – auch auf die Durchführungsmaßnahmen. Da der subjektiv-rechtliche Charakter einer Aufsichtsnorm

---

751 KOM (1999) 232.

752 *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 88; *Schmolke*, NZG 2005, 912, 912 f.

753 Entschließung des Europäischen Rates v. 23.3.2001, ABl. C 138/2001, S. 1 ff.

754 Vgl. Bericht des Ausschusses für konstitutionelle Fragen über die Umsetzung der Rechtsvorschriften im Bereich der Finanzdienstleistungen (2001/2247/(INI)) v. 23.1.2002, A5-0011/2002 endg.

755 *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 88; *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913.

756 *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913.

757 Beschluss des Rates v. 28. Juni 1999 (1999/468/EG), ABl. 1999 L 184, S. 23 ff.

von der subjektiv-rechtlichen Ausgestaltung der zu beaufsichtigten Norm determiniert wird<sup>758</sup> und die Durchführungsmaßnahmen zu beaufsichtigende Normen darstellen, determinieren sie auch den subjektiv-rechtlichen Charakter der Aufsichtsnorm. Um das zuvor benutzte Bild des Rahmens wieder aufzugreifen, kann man sich die Aufsichtsnorm als einen großen Rahmen denken, innerhalb dessen der kleinere Rahmen der (Ermächtigungs-)Richtlinie besteht. Für jeweils einen kleinen Teilbereich werden diese Rahmen nun von den Durchführungsmaßnahmen, oftmals Verordnungen, ausgefüllt. Für diesen Teilbereich determinieren sie damit eine subjektiv-rechtliche Ausgestaltung der Rahmen- und damit der Aufsichtsnorm.

Fraglich ist nun, inwieweit aus diesen Durchführungsmaßnahmen subjektive Rechte der Anleger erwachsen können. Dafür sind die zuvor entwickelten Voraussetzungen für ein subjektives Gemeinschaftsrecht<sup>759</sup> auf diese Maßnahmen anzuwenden. Die Durchführungsmaßnahmen müssten daher unmittelbare Wirkung auf mitgliedstaatlicher Ebene entfalten und den Schutz der Personengruppe Anleger bezwecken. Da die Durchführungsmaßnahmen vielfach in der Regulationsform der Verordnung ergehen,<sup>760</sup> wird diese erste Voraussetzung aufgrund der unmittelbaren Wirkung der Verordnung oftmals erfüllt sein, ohne dass einer genauen Analyse der Formulierung der Bestimmungen bedarf. Für den Schutzzweck der Durchführungsmaßnahmen ist auf die Richtlinienbestimmungen abzustellen, deren Ausfüllung sie dienen. Wenn diese grundsätzlichen Bestimmungen in der Richtlinie den Schutz der Anleger bezwecken, dann muss dies für die Durchführungsmaßnahmen, die nur die Konkretisierung der grundsätzlichen Vorgaben darstellen, auch gelten.

Die Ermächtigung zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen nach dem zuvor beschriebenen Verfahren findet sich für den Bereich des Kapitalmarktes in den Richtlinien 2003/6/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG und 2006/49/EG. Da mit der Richtlinie 2003/6/EG kein Schutz der Anleger bezweckt wird, können auch aus Durchführungsmaßnahmen auf der Grundlage dieser Richtlinie keine subjektiven Rechte erwachsen.

---

758 Dieser grundsätzliche Gedanke wurde zuvor für das Verhältnis Aufsichtsnorm – zu beaufsichtigende Norm formuliert, vgl. oben 2. Teil D. III.

759 Vgl. oben 2. Teil D. II.

760 *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 88.

Die Richtlinie 2003/71/EG enthält in den Art. 5 Abs. 5, Art. 7 Abs. 1, Art. 11 Abs. 3 und Art. 14 Abs. 3 Ermächtigungen zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen zur Aufmachung des Prospekts, zu den Mindestangaben des Prospekts, zu Angaben in Form eines Verweises und zur Veröffentlichung des Prospekts. Da die diesbezüglichen Regelungen den Schutz der Anleger bezwecken, ist dieser Regelungszweck auch den Durchführungsmaßnahmen auf Grundlage der genannten Normen eigen. Anders stellt sich die Situation dagegen bei den Maßnahmen auf Grundlage von Art. 4 Abs. 3 und Art. 8 Abs. 4 dar. Diese Durchführungsmaßnahmen konkretisieren Ausnahmen zu anlegerschützenden Regelungen und bezwecken daher selbst nicht den Schutz der Anleger.

Art. 13 Abs. 10 der Richtlinie 2004/39/EG enthält eine Ermächtigung zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen zu den organisatorischen Anforderungen, die Art. 13 in den Abs. 1 bis 9 normiert. Die in Art. 13 Abs. 7 und 8 normierten Organisationspflichten in Bezug auf die Trennung von Eigentumsrechten bezwecken den Schutz der Anleger, so dass auch die Durchführungsmaßnahmen zur Konkretisierung dieser Trennungspflicht den anlegerschützenden Regelungszweck teilen. Art. 18 Abs. 3 normiert eine Ermächtigung zum Erlass von Maßnahmen zur Konkretisierung der anlegerschützenden Vorschrift des Art. 18 Abs. 1, so dass auch diese Maßnahmen den Anlegerschutz bezwecken. Daneben enthält die Richtlinie in den Art. 19 Abs. 10, Art. 21 Abs. 6 und Art. 22 Abs. 3 Durchführungsermächtigungen zu den Wohlverhaltensregeln der Art. 19 ff. und in den Art. 27 Abs. 7, Art. 28 Abs. 3, Art. 29 Abs. 3 und Art. 30 Abs. 3 Ermächtigungen zur Konkretisierung der Transparenzvorschriften der Art. 25 ff. Da die Wohlverhaltensregeln sowie die Transparenzvorschriften den Schutz der Anleger bezwecken, gilt dies auch für die auf Grundlage der zuvor genannten Ermächtigungen erlassenen Durchführungsmaßnahmen. Keinen Anlegerschutz bezwecken dagegen die Maßnahmen auf Grundlage von Art. 24 Abs. 5, denn diese konkretisieren eine Ausnahmemöglichkeit zu den Wohlverhaltensregeln.

Die Regelungen zur Publizitätspflicht für Änderungen bedeutender Beteiligungen in den Art. 9 ff. der Richtlinie 2004/109/EG bezweckt den Schutz der Anleger. Die Richtlinie enthält in Art. 9 Abs. 7 Ermächtigungen zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen zur Konkretisierung der Abs. 2, 4 und 5. Da die Regelungen der Abs. 4 und 5 Ausnahmemöglichkeiten zur grundsätzlichen Informationspflicht aus Art. 9 Abs. 1 vorsehen, sind die diesbezüglichen Durchführungsmaßnahmen nicht dem Schutz der Anleger zu dienen

bestimmt. Jedoch teilen die Maßnahmen zur Durchführung der Regelung des Art. 9 Abs. 2 dessen anlegerschützenden Charakter. Die auf Grundlage der Ermächtigung in Art. 12 Abs. 8 ergehenden Maßnahmen verfügen über eine anlegerschützende Zwecksetzung soweit sie zur Durchführung der Anlegerschutz bezweckenden Regelungen der Art. 12 Abs. 1 und Abs. 2 ergehen. Dieser Schutzzweck kommt auch Durchführungsmaßnahmen auf der Grundlage des Art. 14 Abs. 2 zu.

Die Regelungen der Richtlinie 2006/49/EG zur angemessenen Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen bezwecken den Schutz der Anleger. Daher teilen auch die nach Art. 41 Abs. 1 lit. c) zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen zur Anpassung des nach den Art. 5 bis 9 erforderlichen Anfangskapitals diesen Schutzzweck. Auch die auf Grundlage von Art. 41 Abs. 1 lit. d) zu erlassenden Maßnahmen zur Klärung des Anforderungen des Art. 21 bezwecken, wie die Regelung des Art. 21 selbst, den Schutz der Anleger.

## **V. Subjektive Rechte aus der Gesamtheit der Richtlinien**

Es wurde zuvor festgestellt, dass einzelne Bestimmungen der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien subjektive Rechte vermitteln. Von Teilen der Wissenschaft wird vertreten, dass sich ein subjektives Gemeinschaftsrecht – im Unterschied zum deutschen Recht – nicht nur aus einer einzelnen Norm, sondern auch aus einer Gesamtheit an gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen ergeben könne.<sup>761</sup> In Anwendung dieser Auffassung stellt sich daher die Frage, ob sich aus der Gesamtheit der kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen des Gemeinschaftsrecht ein subjektives Recht auf Aufsicht für den Bereich des Kapitalmarktes ergibt. Bevor jedoch diese Frage konkret untersucht wird, bedarf es einer kritischen Überprüfung der genannten Auffassung.

Zuvor ist die Terminologie zu verdeutlichen. Es ist zu differenzieren zwischen einem subjektiven Recht aus einer Verbindung von Normen und einem subjektiven Recht aus einer Gesamtheit von Normen. Dass sich aus einer Verbindung von Normen ein subjektives Recht, beispielsweise das allgemeine Persönlichkeitsrecht aus Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 1 Abs. 1 GG, ergeben kann, ist unbestritten und letztlich nur eine Frage der Formulierung von Bestimmungen. Für ein subjektives Recht aus der Gesamtheit von Normen

---

<sup>761</sup> *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 375 f.; ähnlich *Beljin*, Jus 2002, 987, 992 und *Kadelbach*, Allgemeines Verwaltungsrecht unter europäischem Einfluß, S. 371.

wird jedoch im Unterschied dazu nicht mehr an konkrete Einzelbestimmungen angeknüpft, sondern an eine „Gesamtschau von Rechtsakten“.<sup>762</sup>

Diese Auffassung begegnet zwei grundlegenden Bedenken. Zum einen kann ein subjektives Recht schon denklogisch nicht weiter reichen als die ihm zugrunde liegende objektiv-rechtliche Anordnung. Aus der Gesamtheit der Richtlinien, die auch in ihrer Gesamtheit den Kapitalmarkt nicht umfassend regeln, kann daher kein subjektives Recht auf Aufsicht über den gesamten Kapitalmarkt erwachsen. Zum anderen erscheint es mit Blick auf die Zuständigkeit zum Erlass von Gemeinschaftsrecht sehr zweifelhaft, ein so weitgehendes subjektives Recht anzunehmen. Denn nach dem Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung des Art. 5 Abs. 1 EG, moderiert durch die Kompetenzausübungsschranken des Subsidiaritätsprinzips und des Verhältnismäßigkeitsgrundsatz aus Art. 5 Abs. 2 und Abs. 3 EG, ist diese Kompetenz stark begrenzt.

*Michael Reiling u.a.* stützen sich zur Begründung ihrer Auffassung hauptsächlich auf drei Urteile des EuGH. So führte der EuGH in der *Grundwasser*-Entscheidung aus:

„Die in Rede stehende Richtlinie soll einen wirksamen Schutz des Grundwassers der Gemeinschaft sicherstellen, indem sie die Mitgliedstaaten durch genaue und detaillierte Vorschriften verpflichtet, eine zusammenhängende Regelung von Verboten, Genehmigungen und Überwachungsverfahren zu erlassen, um Ableitungen bestimmter Stoffe zu verhindern oder zu begrenzen. Die Vorschriften der Richtlinie sollen also Rechte und Pflichten des einzelnen begründen.“<sup>763</sup>

In seinem Urteil in der Rechtssache *Muñoz y Cia und Superior Fruiticola* stellt der EuGH folgendes fest:

„Aus der vierten Begründungserwägung der Verordnung Nr. 1035/72 ergibt sich hierzu, dass mit der Anwendung gemeinsamer Qualitätsnormen der Zweck verfolgt wird, Erzeugnisse unzureichender Qualität vom Markt fern zu halten, die Erzeugung so auszurichten, dass den Anforderungen der Verbraucher entsprochen wird, sowie die Handelsbeziehungen auf der Grundlage eines lauterer Wettbewerbs zu erleich-

<sup>762</sup> *Beljin*, JuS 2002, 987, 992; *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, S. 376.

<sup>763</sup> EuGH, Slg. 1991, I-825 Rn. 7.

tern. Dieser Zweck wird in der dritten Begründungserwägung der Verordnung Nr. 2200/96 bestätigt, [...].<sup>764</sup>

Das dritte Urteil erging in der Rechtssache *Verband deutscher Daihatsu-Händler. Reiling* stützt sich auf den folgenden Teil:

„Zu Artikel 6 der ersten Richtlinie ergibt sich aus deren vierter Begründungserwägung, dass die Offenlegung des Jahresabschlusses hauptsächlich der Unterrichtung Dritter dient, die die buchhalterische und finanzielle Situation der Gesellschaft nicht kennen oder kennen können. Die Bestimmungen des Artikels 3 der Richtlinie [...] bestätigen das Bestreben, diese Information jeder interessierten Person zugänglich zu machen. Dieses Bestreben findet auch in den Begründungserwägungen der Vierten Richtlinie Ausdruck [...].“<sup>765</sup>

Bei einer genauen Betrachtung dieser Urteile wird jedoch klar, dass diese eine Aussage nur dahin gehend treffen, dass sich der Schutzzweck einer gemeinschaftsrechtlichen Bestimmung aus der Gesamtheit der Bestimmungen ergeben kann. Diese Urteile sagen jedoch nicht aus, dass eine Gesamtheit von Bestimmungen normative Grundlage eines subjektiven Rechts sein kann. Dies zeigt deutlich das Urteil des EuGH in der Rechtssache *Muñoz y Cia und Superior Fruticola*. Die Gesamtheit der dort zitierten Begründungserwägungen dient nur der Bestimmung des Schutzzwecks der Qualitätsnormen. Normative Grundlage der subjektiven Rechte bleiben die einzelnen Qualitätsnormen, insbesondere Art. 3 Abs. 1 der Verordnung Nr. 1035/72.<sup>766</sup>

Auch im *Grundwasser*-Urteil beziehen sich die Ausführungen des EuGH auf den Schutzzweck der Einzelbestimmungen. Normativer Anknüpfungspunkt für ein subjektives Recht sind jedoch die „Vorschriften der Richtlinie“. Diese Einzelbestimmungen begründen subjektive Rechte. Dies wird besonders deutlich an einer späteren Stelle des Urteils:

---

764 EuGH, Slg. 2002, I-7289 Rn. 29.

765 EuGH, Slg. 1997, I-6843 Rn. 22.

766 Vgl. EuGH, Slg. 2002, I-7289 Rn. 30.

„Die Verfahrensbestimmungen der Richtlinie enthalten, um den wirksamen Schutz des Grundwassers zu gewährleisten, genaue und detaillierte Vorschriften, die Rechte und Pflichten des Einzelnen begründen sollen.“<sup>767</sup>

Dies belegt auch ein weiterer Blick auf das Urteil des EuGH in der Sache *Verband deutscher Daihatsu-Händler*. So führt der EuGH aus:

„Aufgrund all dessen ist zu antworten, dass Artikel 6 der Ersten Richtlinie dahin *auszulegen* ist, dass er den Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaates entgegensteht, die [...]“<sup>768</sup>

Die Gesamtschau der dort zuvor zitierten Rechtsakte dient der Bestimmung des Schutzzwecks von Art. 6 Abs. 1 der betreffenden Richtlinie. Normative Grundlage für ein subjektives Recht ist die einzelne Richtlinienbestimmung, in diesem Fall der Art. 6 der Richtlinie.

Es lässt sich damit das Fazit ziehen, dass auch nach der Rechtsprechung des EuGH die einzelne gemeinschaftsrechtliche Bestimmung normative Grundlage für ein subjektives Gemeinschaftsrecht ist. Eine Gesamtheit an Normen lässt sich zwar zur Bestimmung des Schutzzwecks einer einzelnen Vorschrift heranziehen, subjektive Rechte nur aus dieser Gesamtheit lassen sich jedoch nicht herleiten. Die anfangs gestellte Frage ist daher so zu beantworten, dass sich aus der Gesamtheit der kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen des Gemeinschaftsrecht kein subjektives Recht auf Aufsicht für den Bereich des Kapitalmarktes ergibt.

## **VI. Zwischenergebnis**

Nach der Untersuchung der gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen im Bereich des Kapitalmarktes ist nun ein Zwischenergebnis festzuhalten. Die Vorschriften

- Art. 4 Abs. 1, Art. 5 Abs. 1, Art. 5a Abs. 1, Art. 5b Abs. 1, Art. 7 Abs. 1, Art. 10 Abs. 1, Art. 13a Abs. 1, Art. 14 Abs. 1, Abs. 3, Art. 17, Art. 19 Abs. 1, Abs. 2, Art. 21, Art. 22 Abs. 1, Abs. 2 Unterabs. 2, Art. 24 Abs. 1, Abs. 2 Unterabs. 1,

---

<sup>767</sup> EuGH, Slg. 1991, I-825 Rn. 61.

<sup>768</sup> EuGH, Slg. 1997, I-6843 Rn. 23; Hervorhebung vom Verfasser.



Abs. 3 Unterabs. 1, Art. 25 Abs. 1 Unterabs. 1, Abs. 2 Unterabs. 1 Richtlinie 85/611/EWG,

- Art. 2 Abs. 1 und Art. 5 Abs. 4 Richtlinie 97/9/EG,
- Art. 42 Abs. 1, Art. 43 Abs. 1, Art. 44 S. 1, Art. 45, Art. 46 Abs. 1, Art. 47, Art. 48 Abs. 1, Abs. 5, Art. 49 Abs. 1, Art. 52, Art. 53, Art. 54 Abs. 1, Art. 55 S. 1, Art. 56, Art. 58 S. 1, Art. 60, Art. 61 S. 1, Art. 62 Richtlinie 2001/34/EG,
- Art. 3 Abs. 1, Art. 5 Abs. 2, Art. 13 Abs. 1, Art. 14 Abs. 1, Abs. 2, Abs. 4, Abs. 6, Abs. 7 und Art. 16 Richtlinie 2001/34/EG,
- Art. 5 Abs. 1, Abs. 4 Unterabs. 1, Abs. 5 Unterabs. 2, Unterabs. 3, Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 1, Abs. 3 Richtlinie 2004/25/EG,
- Art. 5 Abs. 1, Art. 8, Art. 9 Abs. 3, Art. 10 Abs. 1, Abs. 2, Art. 19 Abs. 2, Abs. 3, Abs. 4, Abs. 5, Abs. 7, Abs. 8, Art. 21 Abs. 2 S. 2, Abs. 3, Abs. 4, Abs. 5, Art. 22 Abs. 2, Art. 27 Abs. 1, Art. 28 Abs. 1, 2, Art. 29 Abs. 1 und Art. 30 Abs. 1 Richtlinie 2004/39/EG,
- Art. 9 Abs. 1, Art. 10, Art. 12 Abs. 1, Abs. 2, Abs. 6, Art. 14 Abs. 1, Art. 15 und Art. 16 Richtlinie 2004/109/EG und
- Art. 5 Abs. 1, Art. 6, Art. 7, Art. 8, Art. 9, Art. 18 Abs. 1 und Art. 21 Unterabs. 1 Richtlinie 2006/49/EG

vermitteln ein subjektives Recht, soweit in den Richtlinien keine Möglichkeit für die Mitgliedstaaten vorgesehen ist, Ausnahmen zuzulassen. Die Durchführungsmaßnahmen auf Grundlage von

- Art. 5 Abs. 5, Art. 7 Abs. 1, Art. 11 Abs. 3 und Art. 14 Abs. 3 Richtlinie 2003/71/EG,
- 13 Abs. 10, soweit diese die in Art. 13 Abs. 7 und 8 normierten Organisationspflichten betreffen, und auf Grundlage von Art. 19 Abs. 10, Art. 21 Abs. 6, Art. 22 Abs. 3, Art. 27 Abs. 7, Art. 28 Abs. 3, Art. 29 Abs. 3 und Art. 30 Abs. 3 Richtlinie 2004/39/EG,
- Art. 9 Abs. 7, soweit sie der Konkretisierung von Art. 9 Abs. 2 dienen, Art. 12 Abs. 8, soweit sie zur Durchführung der Art. 12 Abs. 1 und Abs. 2 ergehen und Art. 14 Abs. 2 Richtlinie 2004/109/EG und
- Art. 41 Abs. 1 lit. c) und lit. d) Richtlinie 2006/49/EG

vermitteln ein subjektives Recht, soweit sie unmittelbare Anwendung auf der Ebene der Mitgliedstaaten finden.

Die kapitalmarktrechtlichen Richtlinien und die auf sie gründenden Durchführungsmaßnahmen vermitteln in dem oben dargelegten Umfang subjektive Rechte. In dem Umfang, in dem diese Normen, deren Einhaltung es durch mitgliedstaatliche Behörden zu beaufsichtigen gilt, subjektive Rechte vermitteln, kommt auch den gemeinschaftsrechtlichen Aufsichtsregelungen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zu. Diese subjektiven Gemeinschaftsrechte auf Aufsicht bedürfen einer Umsetzung in das deutsche Recht als subjektive öffentliche Rechte i.S.d. Schutznormtheorie. Das Gemeinschaftsrecht enthält damit eine Vorgabe dahingehend, dass das nationale Aufsichtsrecht bei der Aufsicht über die Einhaltung der in den oben aufgeführten Richtlinien und Durchführungsmaßnahmen enthaltenen gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben subjektiv-rechtlich auszugestalten ist.

## **VII. Folgen**

Es wurde zuvor festgestellt, dass das Gemeinschaftsrecht in dem oben dargelegten Umfang eine subjektiv-rechtliche Ausgestaltung des nationalen Aufsichtsrecht verlangt. Indem mit § 4 Abs. 4 FinDAG subjektive Rechte für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht vollständig ausgeschlossen werden, steht § 4 Abs. 4 FinDAG im Widerspruch zu dieser gemeinschaftsrechtlichen Vorgabe. Es stellt sich daher nun die Frage nach den Folgen dieser Gemeinschaftsrechtswidrigkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG.

### **1. Gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung**

Da die subjektiven Rechte auf Aufsicht aus unmittelbar anwendbarem Gemeinschaftsrecht erwachsen, besteht eine mögliche Folge darin, dass § 4 Abs. 4 FinDAG wegen des Anwendungsvorrangs des Gemeinschaftsrechts vor dem mitgliedstaatlichen Recht im Anwendungsbereich des die subjektiven Rechte begründenden Gemeinschaftsrecht keine Anwendung findet.

Eine weitere Möglichkeit diese Kollision von § 4 Abs. 4 FinDAG mit den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zu lösen, könnte eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung des § 4 Abs. 4 FinDAG sein. Auch eine mitgliedstaatliche Norm, die nicht zur

Umsetzung von Gemeinschaftsrecht erlassen wurde, ist einer gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung zugänglich.<sup>769</sup> Aber eine solche gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung begegnet im konkreten Fall zwei Hindernissen. Zum einen stellt sich die Frage, ob im Anwendungsbereich des unmittelbar anwendbaren Gemeinschaftsrechts noch Raum für eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung bleibt. Zum anderen ist zu klären, ob mit Hilfe einer gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung der eindeutige Wortlaut des § 4 Abs. 4 FinDAG überwunden werden kann.

*Claus-Wilhelm Canaris* vertritt, dass im Anwendungsbereich von unmittelbar anwendbaren Richtlinien kein Raum für eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung verbleibe. Das entgegenstehende nationale Recht werde einfach verdrängt und durch die Bestimmungen der Richtlinie ersetzt.<sup>770</sup> Dem ist grundsätzlich zuzustimmen, so dass auf den ersten Blick eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung für diesen Bereich ausgeschlossen erscheint. Es ist jedoch zu beachten, dass eine Verdrängung der nationalen Norm seinen Grund in dem Anwendungsvorrang des Gemeinschaftsrechts hat<sup>771</sup> und nur soweit stattfindet, wie das entgegenstehende Gemeinschaftsrecht Anwendung findet. Enthält eine nationale Norm daher mehrere Anordnungen und widerspricht nur eine von diesen dem Gemeinschaftsrecht oder erfasst das Gemeinschaftsrecht nur einen Teil des Anwendungsbereiches der nationalen Regelung, dann muss auch in diesem Umfang Raum für eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung verbleiben. Es macht aus Sicht des Gemeinschaftsrechts keinen Unterschied, ob eine Kollision von nationalem Recht mit Gemeinschaftsrecht im Wege einer gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung der nationalen Regelung oder durch eine unmittelbare Anwendung des Gemeinschaftsrechts gelöst wird.<sup>772</sup> Wenn eine mitgliedstaatliche Norm einer Auslegung zugänglich ist, die mit den Vorgaben des Gemeinschaftsrechts vereinbar ist, dann steht die unmittelbare Anwendbarkeit diesem Verständnis nicht entgegen. Die unmittelbare Anwendbarkeit geht quasi ins Leere, denn sie begründet eine Unanwendbarkeit der mitgliedstaatlichen Norm in einem Bereich, der nach der Auslegung nicht mehr zum Anwendungsbereich der Vorschrift gehört. Die gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung und die unmittelbare Anwendung von Gemeinschaftsrecht stellen damit zwei gleichberechtigte Möglichkeiten dar, Kollisionen beider Rechtsordnungen aufzulösen.

769 EuGH, Slg. 2000, I-4941, Rn. 30; *Streinz*, Europarecht, Rn. 455.

770 *Canaris*, in: FS Bydlinski, S. 55, 78 f.; so auch Generalanwalt *Tesauro*, EuGH Slg. 1998, I-4695 Rn. 32.

771 *Beljin*, EuR 2002, 351, 371 m.w.N.

772 *Beljin*, EuR 2002, 351, 361.

Aus Sicht des Gemeinschaftsrechts kommt keiner von Beiden ein Vorrang zu, so dass auch im Anwendungsbereich von unmittelbar anwendbarem Gemeinschaftsrecht eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung generell möglich ist.<sup>773</sup>

Der Wortlaut des § 4 Abs. 4 FinDAG ist eindeutig. Er schließt das Entstehen von subjektiven Rechten im Bereich der Kapitalmarktaufsicht aus. Fraglich ist daher, ob mit Hilfe der richtlinienkonformen Auslegung der § 4 Abs. 4 FinDAG einem Verständnis zugänglich ist, das mit den Vorgaben des Gemeinschaftsrechts vereinbar ist. Es wird teilweise vertreten, dass auch für die gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung der Wortlaut eine Grenze darstelle, die nicht überwunden werden kann.<sup>774</sup> Der EuGH führt dazu aus, dass die nationalen Gerichte das nationale Recht „soweit wie möglich“ und „unter voller Ausschöpfung des Beurteilungsspielraums, den [...] das nationale Recht einräumt“, an Wortlaut und Zweck der gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen anzupassen hätten.<sup>775</sup> Die Grenze der gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung zieht der EuGH dahingehend, dass eine „Auslegung contra legem“ unzulässig sei.<sup>776</sup> Daher richtet sich die Grenze der gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung nach dem nationalen Recht. Nach der Judikatur des EuGH erscheint die Grenze der gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung damit bestimmt durch die Abgrenzung der Zuständigkeitsbereiche von Legislative und Judikative in den Mitgliedstaaten.<sup>777</sup> Dem Erfordernis einer vollen Ausschöpfung des Beurteilungsspielraums durch die Gerichte ist daher nur genüge getan, wenn die Gerichte bei der Auslegung alle Möglichkeiten anwenden, die ihnen die mitgliedstaatliche Rechtsordnung zugesteht.<sup>778</sup> Dies unterstützt folgende Überlegung: Nach dem französischen Verständnis, das für den EuGH prägend ist, wird unter Auslegung auch Rechtsfortbildung verstanden und damit nicht zwischen Auslegung und Rechtsfortbildung unterschieden.<sup>779</sup> Es ist daher wahrscheinlich, dass auch der EuGH nicht von einem solchen Verständnis ausgegangen ist. Die gemeinschaftsrechtskon-

773 *Beljin*, EuR 2002, 351, 361; *ders.*, JuS 2002, 988, 992; *Jarass/Beljin*, JZ 2003, 768, 776; *Kadelbach*, Allgemeines Verwaltungsrecht unter europäischem Einfluß, S. 108; *E. Klein*, FS Everling, S. 646; *Streinz*, Europarecht, Rn. 455.

774 *Di Fabio*, NJW 1990, 947, 953; *Heß*, JZ 1995, 150, 151; *Jarass*, EuR 1991, 211, 217 f.; *E. Klein*, FS Everling, S. 646; *Nettesheim*, AöR 119 (1994), 261, 275; *Rüffler*, ÖJZ 1997, 121, 126; *Scherzberg*, Jura 1993, 225, 232; einschränkend *Brechmann*, Die richtlinienkonforme Auslegung, S. 269 ff.

775 EuGH, Slg. 1990, I-4135, Rn. 8; Slg. 1993, I-6911, Rn. 20; Slg. 1994, I-3325, Rn. 26; Slg. 2000, I-4941, Rn. 30.

776 EuGH, NJW 2006, 2465, 2467.

777 *Canaris*, FS Bydlinski, S. 82; *Jarass/Beljin*, JZ 2003, 768, 775.

778 *Canaris*, FS Bydlinski, S. 82.

779 *Brandt*, JuS 1994, 300, 303; *Canaris*, FS Bydlinski, S. 81 f.; *Dänzer-Vanotti*, RIW 1992, 733, 734; *Möllers*, EuR 1998, 20, 44.

forme Auslegung ist daher nicht auf die Auslegung mit ihrer Wortlautgrenze beschränkt, sondern umfasst alles, was die mitgliedstaatliche Verfassung und Methodenlehre den nationalen Gerichten als Rechtsanwendung und Rechtsfortbildung erlaubt – mithin auch die Rechtsfortbildung über den Wortlaut hinaus.<sup>780</sup>

Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG schließt subjektive Rechte im Bereich der Kapitalmarktaufsicht aus. Eine und die für diese Untersuchung maßgebliche Folge dieser Verhinderung von subjektiven Rechten ist, dass kein Amtshaftungsanspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht besteht. Es stellt sich nun die Frage, ob eine Rechtsfortbildung möglich ist, die § 4 Abs. 4 FinDAG mit den oben dargelegten gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben vereinbar erscheinen lässt und zugleich einen Teil des Anwendungsbereiches des § 4 Abs. 4 FinDAG erhält. Im Hinblick auf den Amtshaftungsanspruch, der Gegenstand dieser Untersuchung ist, ist entscheidend, ob eine teleologische Reduktion des § 4 Abs. 4 FinDAG dahingehend möglich ist, dass er dem Entstehen von subjektiven Rechten im Bereich der Kapitalmarktaufsicht nicht entgegen steht, so den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben entspricht und zugleich die Haftung aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG weiterhin ausschließt.

Eine solche teleologische Reduktion ist aus zwei Gründen nicht möglich. Zum einen verhindert die Konstruktion des Haftungsausschlusses über § 4 Abs. 4 FinDAG die Möglichkeit einer teleologischen Reduktion mit dem gewünschten Ergebnis. § 4 Abs. 4 FinDAG enthält nur eine Anordnung: Es bestehen keine subjektiven Rechte auf Aufsicht für den Bereich der gesamten Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Anordnung des Haftungsausschlusses ergibt sich erst aus der Verbindung mit § 839 BGB, der die Verletzung einer subjektiv-rechtlichen Aufsichtsregelung voraussetzt. Eine teleologische Reduktion erfolgt durch die Hinzufügung einer sinngemäß erforderlichen Einschränkung. Der Anwendungsbereich einer Norm wird durch das gedankliche Einfügen einer einschränkenden Norm eingeengt.<sup>781</sup> Es lässt sich jedoch für den § 4 Abs. 4 FinDAG keine solche einschränkende Norm formulieren, die das Entstehen von subjektiven Rechten auf Aufsicht erlaubt und zugleich den Ausschluss der Amtshaftung erhält. Ein solches Ergebnis lässt sich nur durch eine vollständig andere Rege-

---

780 Auer, NJW 2007, 1106, 1107; Canaris, FS Bydlinski, S. 81 f.; Jarass/Beljin, JZ 2003, 768, 775; Kreft, RdA 2006, Sonderbeilage Heft 6, 38, 44; Möllers, EuR 1998, 20, 44.

781 Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 279.

lung erzielen. Dies stellt jedoch keine teleologische Reduktion mehr dar und liegt nicht in der Kompetenz deutscher Gerichte.

Zum anderen setzt eine teleologische Reduktion voraus, dass der Wortlaut einer Norm einen Anwendungsbereich erfasst, der nach dem Normzweck nicht erfasst werden soll.<sup>782</sup> Der Zweck von § 4 Abs. 4 FinDAG beschränkt sich jedoch nicht auf den Ausschluss des Amtshaftungsanspruchs. Vielmehr soll auch verhindert werden, dass die Durchsetzung individueller Ansprüche von der BaFin verlangt werden kann.<sup>783</sup> Eine teleologische Reduktion, die von § 4 Abs. 4 FinDAG nur den Haftungsausschluss bestehen lässt, würde dazu führen, dass dann von dieser Norm Anwendungsbereiche nicht mehr erfasst werden, die nach dem Normzweck erfasst sein sollen.

Es bleibt damit festzuhalten, dass eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung des § 4 Abs. 4 FinDAG nicht möglich ist. Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG findet daher im Anwendungsbereich der oben aufgezählten,<sup>784</sup> die subjektiven Rechte begründenden Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts keine Anwendung und steht damit einem Amtshaftungsanspruch nicht entgegen. Zugleich verlangen die Vorgaben des Gemeinschaftsrechts in diesem Bereich eine subjektiv-rechtliche Ausgestaltung des nationalen Aufsichtsrechts. Diesen Vorgaben kann im Wege der gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung der deutschen Aufsichtsregelung entsprochen werden, so dass diese dahingehend auszulegen sind, dass ihnen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zukommt. Zusammenfassend kann daher folgendes formuliert werden: In dem dargelegten Bereich ist § 4 Abs. 4 FinDAG unanwendbar, und zugleich kommt den aufsichtsrechtlichen Regelungen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zu. Die Aufsichtsregelungen stellen damit drittschützende Amtspflichten i.S.v. § 839 BGB dar und bei einer fehlerhaften Aufsicht kann ein Anspruch auf Amtshaftung bestehen.

## **2. Ungleichbehandlung**

Es wurde zuvor festgestellt, dass aufgrund der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben ein subjektives Recht auf Aufsicht besteht und damit auch ein Amtshaftungsanspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG nicht mehr ausgeschlossen ist. Diese Wirkung ist jedoch auf den Anwendungsbereich der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben beschränkt. Die

---

782 Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 280; Schmalz, Methodenlehre, Rn. 402.

783 Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 14/7033, S. 34.

784 Vgl. oben 2. Teil D. VI.

gemeinschaftsrechtlichen Regelungen erfassen nicht den gesamten Bereich der Kapitalmarktaufsicht. In dem Restbereich findet § 4 Abs. 4 FinDAG weiterhin Anwendung, so dass dort kein subjektives Recht auf Aufsicht besteht und ein Amtshaftungsanspruch ausgeschlossen ist. Abhängig davon, ob die Vorgaben des Gemeinschaftsrechts Anwendung finden, bestehen damit zwei unterschiedliche rechtliche Situationen im Bereich der Kapitalmarktaufsicht.

Diese Situation erscheint im Hinblick auf den Gleichheitssatz aus Art. 3 Abs. 1 GG bedenklich. Denn die Differenzierung beruht auf der Anwendbarkeit der Vorgaben des Gemeinschaftsrechts, insbesondere auf den für die unmittelbare Anwendbarkeit entscheidenden Formulierungen der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien. Dass dies ein sachlicher Grund darstellen könnte, der eine solche Differenzierung rechtfertigt, erscheint kaum vertretbar. Es wäre jedoch verfrüht, nun aus Art. 3 Abs. 1 GG eine Pflicht dahin gehend zu postulieren, dass eine Angleichung des nicht von dem Gemeinschaftsrecht erfassten Bereich an die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben erfolgen müsse. Denn es erscheint fraglich, ob Art. 3 Abs. 1 GG in diesem Verhältnis überhaupt Anwendung findet. Der Gleichheitssatz aus Art. 3 Abs. 1 GG bindet zwar alle Hoheitsträger und damit auch den Gesetzgeber, aber diese Bindung gilt für den jeweiligen Hoheitsträger nur innerhalb seines Kompetenzbereiches. Eine Ungleichbehandlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 GG liegt daher nur vor, wenn die Vergleichsfälle dem gleichen Hoheitsträger zuzurechnen sind, er also beide Vergleichsgruppen *behandelt*.<sup>785</sup> Der Gleichheitssatz gilt nur im Rahmen der Kompetenzordnung. Der Erlass unterschiedlicher Gesetze und Normen durch verschiedene Hoheitsträger, beispielsweise unterschiedliche Bundesländer, verstößt daher ebenso wenig gegen Art. 3 Abs. 1 GG wie die unterschiedliche Auslegung von Gesetzen durch verschiedene Behörden oder Gerichte.<sup>786</sup> Das bundesstaatliche Kompetenzgefüge als vertikale Gewaltenteilung wirkt damit automatisch einer Egalisierung in der Fläche des Gesamtstaates entgegen.<sup>787</sup>

---

785 BVerfGE, 10, 354, 371; 21, 54, 68; 32, 346, 360; 76, 1, 73; 93, 319, 351; *Bethge*, AöR 110 (1985), 169, 207 f.; *Dürig*, in: Maunz/Dürig, Art. 3 Abs. 1 Rn. 233 ff.; *Heun*, in: Dreier, GG, Art. 3 Rn. 48; *Jarass*, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 3 Rn. 4a; *Starck*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art. 3 Rn. 247.

786 *Heun*, in: Dreier, GG, Art. 3 Rn. 48.

787 *Dürig*, in: Maunz/Dürig, Art. 3 Abs. 1 Rn. 233 ff.; *Schoch*, DVBl. 1988, 863, 870; *Starck*, in: Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art. 3 Rn. 247. *Dürig*, in: Maunz/Dürig, Art. 3 Abs. 1 Rn. 233 ff. sieht daher in der föderalistischen Struktur eine „offene Flanke“ des Gleichheitssatzes.

In diesem Fall beruht die Differenzierung auf der unmittelbaren Anwendung der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben. Es stellt sich daher die Frage, ob eine Ungleichbehandlung durch den gleichen Hoheitsträger vorliegt. Man könnte annehmen, dass der eine Teilbereich letztlich durch das Gemeinschaftsrecht und der andere durch das nationale Recht geregelt wird. Damit wäre die Ungleichbehandlung unterschiedlichen Hoheitsträger in ihren verschiedenen Kompetenzbereichen zuzurechnen, so dass kein Verstoß gegen Art. 3 Abs. 1 GG vorläge. Insoweit ähnelt diese Konstellation der in der Wissenschaft ausführlich behandelten Problematik der sog. Inländerdiskriminierung.<sup>788</sup> Anders als diesen Fällen ist hier nicht die Teilnahme am grenzüberschreitenden Verkehr der Anknüpfungspunkt der Differenzierung, sondern der Anwendungsbereich der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien auf der Ebene der Mitgliedstaaten. Zudem beruht die Ungleichbehandlung auf unmittelbar anwendbarem Sekundärrecht, in den Fällen der Inländerdiskriminierung auf Primärrecht. In beiden Konstellation steht jedoch eine Ungleichbehandlung aufgrund von gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben im Mittelpunkt.

Gegen die Annahme von dem Handeln zweier unterschiedlicher Hoheitsträger lässt sich anführen, dass sich die rechtliche Behandlung von beiden Teilbereichen letztlich aus der Anwendung nationaler Normen ergibt.<sup>789</sup> So sind in dem einen Teilbereich § 4 Abs. 4 FinDAG und die deutschen Aufsichtsregelungen anwendbar, in dem anderen Teilbereich findet § 4 Abs. 4 FinDAG keine Anwendung und die nationalen Aufsichtsregelungen gelten in der durch die gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung geprägten Form. Eine solche Annahme verkennt aber die Wirkung der unmittelbaren Anwendung von Gemeinschaftsrecht auf der Ebene der Mitgliedstaaten. Wenn eine Regelung des nationalen Rechts mit dem unmittelbar wirkenden Gemeinschaftsrecht unvereinbar ist, dann ist diese nationale Regelung wegen des Anwendungsvorranges unanwendbar und wird durch die Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts ersetzt.<sup>790</sup> In diesem Fall können bei Unanwendbarkeit von § 4 Abs. 4 FinDAG die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben durch eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung der nationalen (Aufsichts-)Bestim-

788 Vgl. BVerfG, DVBl. 2006, 244; BVerfG, NJW 2006, 1261; BVerfG, NJW 1990, 1033; BGHZ 131, 107; BVerwGE 123, 82; Bleckmann, NJW 1985, 2856, 2859 f.; Blumenwitz, NJW 1989, 621, 625 f.; Epiney, Umgekehrte Diskriminierung, S. 423 ff.; Fastenrath, JZ 1987, 170, 170 ff.; Götz, JZ 1061, 1062; Gubelt, in: v. Münch/Kunig, GG, Art. 3 Rn. 4a; Gundel, DVBl. 2007, 269, 271 ff.; Jarass, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 3 Rn. 70; Jeder, Die Meisterprüfung auf dem Prüfstand, S. 111 ff.; Kleier, RIW 1988, 623, 629 f.; König, AöR 118 (1993), 591, 598 ff.; Nicolaysen, EuR 1991, 95, 115 ff.; Papier, JZ 1990, 253, 260; Schilling, JZ 1994, 8, 10 ff.; Weis, NJW 1983, 2721, 2725 ff.

789 Blumenwitz, NJW 1989, 621, 625; Kleier, RIW 1988, 623, 625; Weis, NJW 1983, 2721, 2725.

790 Vgl. oben 2. Teil D. VII. 1.



mungen erfüllt werden. Es bedarf keiner Ersetzung dieser nationalen Bestimmungen durch die gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen. Wären die nationalen Regelungen keiner gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung zugänglich, dann würden sie durch die entsprechenden Bestimmungen des Gemeinschaftsrecht ersetzt. Damit bestimmt das unmittelbar wirkende Gemeinschaftsrecht in seinem Anwendungsbereich die Rechtsfolge – unabhängig davon, auf welchem Wege dem Gemeinschaftsrecht zum Durchbruch verholfen wird. Die Behandlung des einen Teilbereiches ist daher der EG als Hoheitsträger zuzurechnen, die Behandlung des anderen Teils dem nationalen Gesetzgeber.<sup>791</sup>

Es wird zum Teil vertreten, dass trotz der unterschiedlichen Hoheitsträger, denen die Ungleichbehandlung zuzurechnen ist, der Nationalstaat Urheber der Ungleichbehandlung sei, so dass der Gleichheitssatz aus Art. 3 Abs. 1 GG Anwendung fände. Begründet wird diese Auffassung damit, dass es dem Gesetzgeber unbenommen sei, den nicht vom Gemeinschaftsrecht erfassten Bereich entsprechend den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zu regeln. Das Gemeinschaftsrecht schreibe dem nationalen Gesetzgeber gerade nicht vor, wie er diesen Bereich zu regeln habe. Indem der nationale Gesetzgeber eine vom dem Gemeinschaftsrecht abweichende Regelung treffe, sei er der Urheber der Ungleichbehandlung und müsse sein Verhalten an Art. 3 Abs. 1 GG messen lassen.<sup>792</sup> Dem könne auch nicht entgegen gehalten werden, dass damit der nationale Gesetzgeber an die Entscheidungen eines anderen Hoheitsträgers gebunden wird. Denn anders als bei den Kompetenzen im bundesstaatlichen Gefüge, handele es sich in diesem Fall um eine Differenzierung innerhalb des Hoheitsgebietes eines Staates. Im Geltungsbereich derselben Rechtsordnung würden zwei Vergleichsgruppen ungleich behandelt.<sup>793</sup>

Diese Auffassung verwechselt Kompetenzgrenzen mit Staatsgrenzen. Eine Verpflichtung aus dem Gleichheitssatz bei dem Erlass von Rechtsnormen kann nur soweit

---

791 Vgl. BGHZ 131, 107, 120 f. Der BGH rechnet in dieser Entscheidung die unterschiedliche Behandlung von Fusionen, die durch die Anwendung einer EG-Verordnung für den einen Bereich und die Anwendung nationalen Rechts für einen anderen Bereich entsteht, der EG und dem nationalen Gesetzgeber als zwei unterschiedlichen Hoheitsträgern zu, so dass der Gleichheitssatz aus Art. 3 Abs. 1 GG keine Anwendung findet. Häufig lässt dagegen die Rechtsprechung der deutschen Obergerichte die Anwendbarkeit von Art. 3 Abs. 1 GG unter dem Aspekt der unterschiedlichen Normgeber offen, vgl. BVerfG, DVBl. 2006, 244; BVerfG, NJW 2006, 1261; BVerfG, NJW 1990, 1033; BVerwGE 123, 82; vgl. dazu auch *Gundel*, DVBl. 2007, 269, 273 ff.

792 *Epiney*, Umgekehrte Diskriminierungen, S. 430 f.; *Nicolaysen*, EuR 1991, 95, 119; ähnlich *Bleckmann*, NJW 1985, 2856, 2860 und *Weis*, NJW 1983, 2721, 2725.

793 *Epiney*, Umgekehrte Diskriminierungen, S. 431.

reichen, wie auch eine Kompetenz für die Rechtsetzung besteht. Soweit aber der EG eine Kompetenz zum Erlass von Regelungen zukommt und sie unmittelbar wirkendes Gemeinschaftsrecht setzt, ist die Kompetenz des nationalen Gesetzgebers eingeschränkt, denn das Gemeinschaftsrecht findet vorrangig Anwendung. Zudem handelt es sich bei der EG als selbständiges Subjekt des Völkerrechts um einen eigenständigen Hoheitsträger.<sup>794</sup> Die Tatsache, dass EG-Recht und nationales Recht aus geographischer Sicht im selben Bereich wirken, ändert nichts daran, dass es sich um zwei verschiedene Rechtsordnungen handelt. Bei einer Ungleichbehandlung durch Gemeinschaftsrecht und nationales Recht werden daher zwei Vergleichsgruppen gerade nicht innerhalb derselben Rechtsordnung ungleich behandelt. Dieser Gedanke kann sich auf die neue bundesstaatliche Kompetenzregelung nach der Föderalismusreform stützen. Nach Art. 72 Abs. 3 GG können die Länder für bestimmte Bereiche der konkurrierenden Gesetzgebung eigene, vom Bundesrecht abweichende Regelungen treffen. Es ist daher vom Grundgesetz vorgesehen, dass innerhalb der Rechtsordnung Bundesrepublik für Teilbereiche abweichende Regelungen bestehen. Gleichzeitig wird auch von der obigen Auffassung anerkannt, dass im bundesstaatlichen Kompetenzgefüge die den jeweiligen Hoheitsträgern zustehenden Kompetenzen zu beachten sind und eine Anwendung von Art. 3 Abs. 1 GG ausschließen.<sup>795</sup> Es werden damit Konstellationen entstehen, die der Ungleichbehandlung durch nationales Recht und Gemeinschaftsrecht gleichen und sich nur insofern unterscheiden werden, als in dem einen Fall die eine Vergleichsgruppe durch Gemeinschaftsrecht und in dem anderen Fall durch Landesrecht behandelt wird. Warum in dem einen Fall Art 3 Abs. 1 GG Anwendung finden soll und in dem anderen nicht, lässt sich nicht begründen.

Die Ungleichbehandlung, die durch die unmittelbare Anwendung der kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen des Gemeinschaftsrecht entsteht, ist zwei unterschiedlichen Hoheitsträgern zuzurechnen, der EG und der Bundesrepublik Deutschland. Diese Differenzierung verstößt damit nicht gegen den Gleichheitssatz aus Art. 3 Abs. 1 GG.

### **VIII. Ergebnis**

Es ist damit als Ergebnis festzuhalten, dass die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben in dem oben dargelegten Umfang die Verleihung von subjektiven Rechten i.S.d. Schutz-

---

<sup>794</sup> *Fastenrath*, JZ 1987, 170, 175; so erkennt auch *Schilling*, JZ 1994, 8, 11 an, dass EG, Bund, Länder und Gemeinde gleichrangige Normgeber mit eigenem Kompetenzbereich sind.

<sup>795</sup> Vgl. *Epiney*, Umgekehrte Diskriminierungen, S. 431.

normtheorie auf mitgliedstaatlicher Ebene verlangen. Mit diesen Vorgaben ist § 4 Abs. 4 FinDAG unvereinbar. Dies hat zweierlei Folgen: Zum einen ist die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG im Anwendungsbereich der oben aufgezählten,<sup>796</sup> die subjektiven Rechte begründenden Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts unanwendbar. Zum anderen sind die deutschen Aufsichtsregelungen in diesem Bereich dahingehend auszu-legen sind, dass ihnen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zukommt. Es besteht dabei keine Möglichkeit den Ausschluss des Amtshaftungsanspruches im Wege der gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung zu erhalten. Zudem verlangt Art. 3 Abs. 1 GG nicht, dass eine Angleichung des nicht von dem Gemeinschaftsrecht erfassten Bereich an diese gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben erfolgen müsse. Im Anwendungsbereich dieser gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben ist ein Amtshaftungsanspruch allein schon aufgrund der europarechtlichen Vorgaben bei fehlerhafter Kapitalmarktaufsicht möglich.

---

796 Vgl. oben 2. Teil D. VI.

### 3. Teil: Gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch

Nachdem zuvor das Bestehen eines nationalen Amtshaftungsanspruches für den Fall fehlerhafter Kapitalmarktaufsicht untersucht wurde, steht nun die Sanktionierung fehlerhafter Aufsichtsführung durch europäisches Staatshaftungsrecht im Mittelpunkt. Neben dem Anspruch aus § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG stellt der gemeinschaftsrechtliche Staatshaftungsanspruch eine weitere Anspruchsgrundlage für Ersatzansprüche der Anleger dar, die eine Untersuchung lohnt. Bevor auf die konkreten Gegebenheiten der Kapitalmarktaufsicht eingegangen wird, soll der gemeinschaftsrechtliche Anspruch zur Bestimmung seines rechtlichen Umfangs kurz dargestellt werden.

#### A. Darstellung

Ausgehend von der geschichtlichen Entwicklung, werden im Folgenden die Voraussetzungen und Folgen des gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruches dargelegt. Darauf aufbauend wird eine Typologie der Gemeinschaftsrechtsverletzungen entwickelt, um der Untersuchung möglicher Haftungskonstellationen für den Bereich der Kapitalmarktaufsicht eine Struktur zu geben.

#### I. Geschichtliche Entwicklung

Den gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruch postulierte der EuGH erstmals in seiner Entscheidung in der Rechtssache *Francovich*<sup>797</sup>. In einem Vorabentscheidungsverfahren hatte sich der EuGH mit der Frage zu beschäftigen, ob der italienische Staat den Arbeitnehmern Andrea Francovich u.a. einen Anspruch auf Entschädigung wegen ausgebliebenem Arbeitslohn gewähren muss, da die Durchsetzung gegen den Arbeitgeber keinen Erfolg versprach. Die Arbeitnehmer beriefen sich dabei auf die Arbeitnehmerschutzrichtlinie, die spezielle Garantien für die Befriedigung nicht erfüllter Lohnansprüche normiert und von Italien nicht fristgemäß umgesetzt wurde. Obwohl der Gerichtshof damit nur den besonderen Fall der Haftung eines Mitgliedstaates für die versäumte Umsetzung einer nicht unmittelbar anwendbaren Richtlinienbestimmung zu entscheiden hatte, nutze er das Vorabentscheidungsverfahren, um einen allgemeinen Grundsatz der Staatshaftung für Verstöße gegen Gemeinschaftsrecht zu formulieren.<sup>798</sup> So führte der EuGH aus:

---

<sup>797</sup> EuGH, Slg. 1991, I- 5357.

<sup>798</sup> Herdegen/Rensmann, ZHR 161 (1997), 522, 525.

„Es ist nach alledem ein Grundsatz des Gemeinschaftsrechts, dass die Mitgliedstaaten zum Ersatz der Schäden verpflichtet sind, die dem einzelnen durch Verstöße gegen Gemeinschaftsrecht entstehen, die diesen Staaten zuzurechnen sind.“<sup>799</sup>

Diesen Grundsatz hat der EuGH in Folgeentscheidungen bestätigt und weiter präzisiert. Besondere Bedeutung kommt dabei den Urteilen in den Rechtssachen *Brasserie du pêcheur* und *Factortame*<sup>800</sup>, *British Telecommunications*<sup>801</sup>, *Hedley Lomas*<sup>802</sup>, *Dillenkofer*<sup>803</sup>, *Denkavit*<sup>804</sup> und *Köbler*<sup>805</sup> zu. Die wohl wichtigste Präzisierung und Konkretisierung hat der in der *Francovich*-Entscheidung entwickelte Haftungsgrundsatz in der Vorabentscheidung in den Rechtssachen *Brasserie du pêcheur* und *Factortame* erfahren. Den drei Säulen, auf denen dieser Grundsatz bis dahin ruhte – Effet utile, Individualrechtsschutz und Art. 10 EGV – fügte der EuGH mit einem Abstellen auf Art. 288 Abs. 2 EGV eine weitere hinzu.<sup>806</sup> Unter Rückgriff auf seine Rechtsprechung zu Art. 288 Abs. 2 EGV formulierte der EuGH in diesem Zusammenhang eine weitere Voraussetzung des Haftungsanspruchs: Der Verstoß gegen Gemeinschaftsrecht muss hinreichend qualifiziert sein.<sup>807</sup> Des weiteren bekräftigte der EuGH, dass der Haftungsgrundsatz für jeden Fall des Verstoßes gegen Gemeinschaftsrecht durch Mitgliedstaaten gelte, unabhängig davon welches mitgliedstaatliche Organ den Verstoß begangen hat.<sup>808</sup>

Stand bei *Francovich* eine unterlassene Umsetzung von Richtlinien als Gemeinschaftsrechtsverstoß durch ein Legislativorgan zur Entscheidung, so hatte der Gerichtshof in den Folgeentscheidungen andere Fallgestaltungen zu entscheiden und hat den Haftungsgrundsatz so präzisiert. In der Rechtssache *Hedley Lomas* hat der EuGH die in den Vorentscheidungen entwickelten Haftungs Voraussetzungen auch auf Verstöße gegen Gemeinschaftsrecht durch mitgliedstaatliche Verwaltungsorgane angewandt.<sup>809</sup> In den Rechtssachen *British Telecommunications*, *Dillenkofer* und *Denkavit* musste sich der

799 EuGH, Slg. 1991, I-5357, Rn. 37.

800 EuGH, Slg. 1996, I-1029.

801 EuGH, Slg. 1996, I-1631.

802 EuGH, Slg. 1996, I-2553.

803 EuGH, Slg. 1996, I-4845.

804 EuGH, Slg. 1996, I-5063.

805 EuGH, Slg. 2003, I-10239.

806 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 40 ff.

807 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 51.

808 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 32.

809 EuGH, Slg. 1996, I-2553, Rn. 26 f.

EuGH mit der fehlerhaften<sup>810</sup> bzw. verspäteten<sup>811</sup> Umsetzung von Richtlinien beschäftigen. Eine weitere Klarstellung hat der Grundsatz durch das Urteil in der Rechtssache *Köbler* im Jahre 2003 erfahren. Danach können auch Fehler mitgliedstaatlicher letztinstanzlicher Gerichte bei der Anwendung von Gemeinschaftsrecht eine Haftung begründen.<sup>812</sup>

Die Entwicklung des gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruchs ist in der Literatur auf ein breites Echo gestoßen.<sup>813</sup> Anfangs wurde von einem Teil der Wissenschaft noch die Legitimation des EuGH zu einer solchen Rechtsfortbildung in Frage gestellt.<sup>814</sup> Doch schon zu Beginn der Debatte hat der überwiegende Teil der Literatur die *Franco-vich*-Rechtsprechung begrüßt.<sup>815</sup> Vor dem Hintergrund einer weitgehenden Akzeptanz des Haftungsgrundsatzes durch die mitgliedstaatlichen Gerichte, hat sich die wissenschaftliche Diskussion auf die Probleme der Konturierung und Präzisierung der gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftung verlagert. Dabei kann hinsichtlich der Haftungsvoraussetzungen und der Haftungsfolge Einigkeit angenommen werden.<sup>816</sup>

## II. Haftungsvoraussetzungen und Haftungsfolgen

### 1. Haftungsvoraussetzungen

Die Haftungsvoraussetzungen wurden von dem EuGH in seinen ersten Entscheidungen zügig entwickelt und seitdem konsequent angewandt. Auch in der Wissenschaft haben diese Voraussetzung weitgehende Zustimmung erfahren und sind – zumindest heutzutage – allgemein akzeptiert. Seit der Entscheidung in den Rechtssachen *Brasserie du Pêcheur* und *Factortame* setzt die Haftung eines Mitgliedstaates nach ständiger Rechtsprechung des EuGH dreierlei voraus:

---

810 EuGH, Slg. 1996, I-1631, Rn. 40; Slg. 1996, I-5063, Rn. 48.

811 EuGH, Slg. 1996, I-4845, Rn. 29.

812 EuGH, Slg. 2003, I-10239.

813 Vgl. die Ausführungen des GA Léger in der Rs. C-5/94 – *Hedley Lomas*, Slg. 1996, I-2553, I-2567 Rn. 52, der zur *Franco-vich*-Rechtsprechung sagte, dass „niemals [...] eine Entscheidung des Gerichtshofes so sehr kommentiert“ worden sei.

814 v. *Danwitz*, DVBl. 1997, 1, 2; *Ossenbühl*, DVBl. 1992, 993, 994 f.; kritisch auch *Streinz*, EuZW 1996, 201, 202 in Bezug auf das Urteil in den Rechtssachen *Brasserie du Pêcheur* und *Factortame*.

815 Vgl. *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 127, insb. Fn. 86 mit ausführlicher Angabe der Literatur.

816 Vgl. *Bröhmer*, JuS 1997, 117, 121 ff.; v. *Danwitz*, DVBl. 1997, 1, 5 ff.; *Deckert*, EuR 1997, 203, 216 ff.; *Detterbeck*, AöR 125 (2000), 202, 234 ff.; *Ehlers*, JZ 1996, 776, 778 f.; *Jarass*, NJW 1994, 881, 882 f.; *Herdegen/Rensmann*, ZHR 161 (1997), 522, 533 ff.; *Meier*, NVwZ 1996, 660, 661; *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 504 ff.; *Reich*, EuZW 1996, 709, 712 ff.; *Saenger*, JuS 1997, 865, 869 ff.; *Schoch*, FS Maurer, S. 764 ff.; *Streinz*, Europarecht, Rn. 420; *ders./Leible*, ZIP 1996, 1931, 1932.

1. Die gemeinschaftsrechtliche Rechtsnorm, gegen die verstoßen worden ist, muss bezwecken, dem einzelnen Rechte zu verleihen.
2. Der Verstoß muss hinreichend qualifiziert sein.
3. Zwischen dem Verstoß gegen die dem Mitgliedstaat obliegende Verpflichtung und dem den geschädigten Personen entstandenen Schaden muss ein unmittelbarer Kausalzusammenhang bestehen.

Diese drei Voraussetzungen sind nach der Rechtsprechung des EuGH nicht nur erforderlich, sondern auch ausreichend, um für den Einzelnen gemeinschaftsrechtlich einen Staatshaftungsanspruch zu begründen. Das Gemeinschaftsrecht gibt damit gleichsam einen Mindeststandard vor. Es ist den Mitgliedstaaten jedoch unbenommen, in ihrem nationalen Staatshaftungsrecht über diesen Mindeststandard hinauszugehen; zurückbleiben hinter diesem können sie nicht.<sup>817</sup> Der EuGH geht davon aus, dass die von ihm aufgestellten Haftungsvoraussetzungen unmittelbar und abschließend im Gemeinschaftsrecht verankert sind.<sup>818</sup> Damit hat der Gerichtshof die Kompetenz zur Fortentwicklung des Haftungstatbestandes bei sich monopolisiert.<sup>819</sup> Die Durchsetzung der gemeinschaftsrechtlichen Haftung erfolgt dagegen vor den nationalen Gerichten, die dabei die vom EuGH entwickelten Leitlinien zu beachten haben.<sup>820</sup>

#### **a) Schutzzweck**

Der gemeinschaftsrechtliche Anspruch setzt erstens voraus, dass die verletzte Gemeinschaftsnorm den Schutz des Einzelnen bezwecken muss. Dieses Erfordernis kennzeichnet die gemeinschaftsrechtliche Staatshaftung als ein Instrument des subjektiven und effektiven Rechtsschutzes.<sup>821</sup> Bezüglich der Bestimmung von Gemeinschaftsnormen als individualschützend kann auf die obigen Ausführungen zu den Voraussetzungen eines subjektiven Rechts im Gemeinschaftsrecht verwiesen werden.<sup>822</sup> Dabei ist zu beachten, dass im Rahmen der gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftung nicht alle Voraussetzungen eines subjektiven Rechts vorliegen müssen. Vielmehr muss die verletzte Gemeinschaftsnorm nur den Schutz individueller Rechtsgüter bezwecken. Eine

817 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 66; vgl. auch *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 505; *Schoch*, FS Maurer, S. 769 f.

818 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 67

819 *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 505.

820 EuGH, Slg. 2000, I-5123, Rn. 44; Slg. 1999, I-3099, Rn. 58; Slg. 1996, I-1029, Rn. 58.

821 *Herdegen/Rensmann*, ZHR 161 (1997), 522, 539; *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 506.

822 Vgl. oben 2. Teil D. II.

unmittelbare Wirkung der Norm und eine tatsächliche Betroffenheit sind dagegen nicht Voraussetzung der Haftung. Auch entfaltet die Norm des § 4 Abs. 4 FinDAG an dieser Stelle keine anspruchsausschließende Wirkung. Denn § 4 Abs. 4 FinDAG regelt nur den Charakter der nationalen Aufsichtsregelungen, er kann als einfaches Bundesrecht jedoch keine Auswirkungen auf den Charakter gemeinschaftsrechtlicher Regelungen haben.

## **b) Hinreichend qualifizierter Verstoß**

Das Erfordernis eines hinreichend qualifizierten Rechtsverstoßes als haftungsbegründende Voraussetzung wurde vom EuGH erstmals in der Entscheidung *Brasserie du Pêcheur* und *Factortame* formuliert. Begründet hat der EuGH dieses Erfordernis mit einem Verweis auf Haftung der Gemeinschaftsorgane aus Art. 288 Abs. 2 EGV. Es diene der Kohärenz und der Legitimation des Haftungsgrundsatzes, wenn die einzelnen Mitgliedstaaten nicht einem schärferen Haftungsmaßstab unterworfen werden als die Gemeinschaft selbst.<sup>823</sup>

Ein hinreichend qualifizierter Rechtsverstoß liegt vor, wenn die durch die betreffende Norm eingeräumten Befugnisse „offenkundig und erheblich“ überschritten wurden.<sup>824</sup> Der EuGH und das Gericht 1. Instanz nahmen vor der Entscheidung *Brasserie du Pêcheur* und *Factortame* nur unter strengen Voraussetzungen eine hinreichend qualifizierte Rechtsverletzung an. Die Rechtsprechung verlangte für die offenkundige und erhebliche Überschreitung der Befugnisgrenzen ein an Willkür grenzendes Verhalten.<sup>825</sup> Dieser strenge Maßstab findet im Rahmen des Staatshaftungsanspruchs keine Anwendung. Zwar hat der EuGH die Möglichkeit ausgesprochen, für die Bestimmung der Haftungsvoraussetzungen auf die Rechtsprechung zu Art. 288 Abs. 2 EGV zurückzugreifen.<sup>826</sup> Jedoch kündigte sich schon zuvor eine Lockerung des Haftungsmaßstabes im Rahmen des Art. 288 Abs. 2 EGV an.<sup>827</sup> Zudem wurde die Rechtsprechung zur Haftung nach Art. 288 Abs. 2 EGV mit der Entscheidung in den Rechtssachen *Brasserie du*

---

823 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 42; so auch *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 131 f. und *Streinz*, EuZW 1996, 201, 203.

824 EuGH, Slg. 1998, I-1531, Rn. 109; Slg. 1996, I-4845, Rn. 25; Slg. 1996, I-1029, Rn. 55; Slg. 1996, I-1631, Rn. 42; vgl. auch zu Art. 288 Abs. 2 EGV EuGH, Slg. 1979, 2755 Rn. 9; Slg. 1979, 3017, Rn. 9; Slg. 1979, 3045, Rn. 12; Slg. 1979, 3583, Rn. 10; Slg. 1987, 4833, Rn. 10; Slg. 1991, I-1799, Rn. 12; EuG, Slg. 1995, II-421, Rn. 43; Slg. 1995, II-2025, Rn. 34; Slg. 1995, II-2589, Rn. 51; Slg. 2003, II-171, Rn. 63.

825 Vgl. EuGH, Slg. 1979, 3497, Rn. 19; Slg. 1979, 3583, Rn. 16.

826 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 40.

827 EuGH, Slg. 1992, I-3061, Rn. 12 ff.; Slg. 1992, I-359, Rn. 19 ff.; EuZW 1993, 545, 547 ff., Rn. 27 ff.



*Pêcheur* und *Factortame* und den Folgeentscheidungen erheblich aufgefächert, der zuvor postulierte Maßstab gelockert und mit einer Vielzahl heterogener Entscheidungskriterien angereichert. Danach sind bei der Frage, ob ein Verstoß gegen Gemeinschaftsrecht hinreichend qualifiziert ist, folgende Gesichtspunkte zu berücksichtigen:<sup>828</sup>

- Klarheit und Genauigkeit der verletzten Vorschrift,
- Umfang des Ermessensspielraums, den die verletzte Norm den nationalen Behörden belässt,
- Entschuldbarkeit eines Rechtsirrtums
- Frage, ob den mitgliedstaatlichen Organen ein Verschulden vorzuwerfen ist, und
- Verhaltensweisen eines Gemeinschaftsorgans, welche möglicherweise dazu beigetragen haben, dass nationale Maßnahmen oder Praktiken in gemeinschaftswidriger Weise unterlassen, eingeführt oder aufrechterhalten wurden.

### c) Kausalität

Als dritte Voraussetzung muss ein unmittelbarer Kausalzusammenhang zwischen der Verletzung des Gemeinschaftsrechts und dem dem Einzelnen entstandenen Schaden bestehen. Das Erfordernis der Unmittelbarkeit des Kausalzusammenhanges hat der EuGH erst in der *Brasserie du Pêcheur*-Entscheidung eingeführt.<sup>829</sup> Damit bewirkt er eine weitere Angleichung an die Haftung der Gemeinschaft nach Art. 288 Abs. 2 EGV. Funktional eignet sich dieses Kriterium zur Haftungsbegrenzung.<sup>830</sup> In den bisher zu entscheidenden Fällen spielte das Kriterium der unmittelbaren Kausalität keine entscheidende Bedeutung. Es hat daher in Rechtsprechung und Wissenschaft weitgehend keine weitere Präzisierung erfahren.<sup>831</sup>

## 2. Haftungsfolgen

Die Haftungsfolgen, also insbesondere Art und Umfang der Wiedergutmachung, bemessen sich nach dem nationalen Recht. Diese Kompetenz der Mitgliedstaaten findet seine Grenzen in dem Diskriminierungsverbot und dem Effektivitätsgrundsatz.<sup>832</sup> Beide

828 EuGH, Slg. 1998, I-1531, Rn. 109; Slg. 1996, I-1029, Rn. 56; Slg. 1996, I-4845, Rn. 20 ff.

829 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 65.

830 Schoch, FS Maurer, S. 769.

831 Vgl. Detterbeck, AöR 125 (2000), 202, 238 f., Hatje, EuR 1997, 297, 307 und Reich, EuZW 1996, 709, 714, die sich zur Konkretisierung für eine Anwendung des Adäquanzgedankes aussprechen.

832 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 83; Slg. 1991, I- 5357, Rn. 42.

Prinzipien sind ein gemeinschaftsrechtlicher Mindeststandard für den Vollzug von Gemeinschaftsrecht durch die Mitgliedstaaten. Die Haftungsfolgen dürfen daher zum einen nicht ungünstigeren Voraussetzungen unterliegen als bei ähnlichen Klagen, die nur nationales Recht betreffen (Diskriminierungsverbot).<sup>833</sup> Zum anderen gebietet der Grundsatz der Effektivität, dass das nationale Recht nicht so ausgestaltet sein darf, dass die Erlangung einer Wiedergutmachung praktisch unmöglich gemacht oder übermäßig erschwert wird.<sup>834</sup> Insbesondere muss der Umfang der Entschädigung im Verhältnis zum erlittenen Schaden „angemessen“ sein.<sup>835</sup> Zudem hat der EuGH in der *Brasserie du Pêcheur*-Entscheidung ausdrücklich klargestellt, dass ein Mitverschulden und ein Haftungsausschluss bei Versäumnis des Primärrechtsschutzes von den Mitgliedstaaten als Haftungsbegrenzung für den gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruch vorgesehen werden können.<sup>836</sup>

### III. Dogmatische Einordnung

Diese Aufteilung der Kompetenzen für den gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruch hat zu Problemen bei der Frage geführt, ob der Anspruch im Gemeinschaftsrecht oder im nationalen Recht zu verorten ist. Die eine Auffassung betrachtet die nationalen Haftungsinstitute, die im Hinblick auf die oben dargelegten Haftungsvoraussetzungen gemeinschaftsrechtskonform modifiziert werden, als rechtliche Grundlage des Haftungsanspruchs.<sup>837</sup> Die andere Auffassung versteht den Anspruch als eigenständiges europarechtliches Haftungsinstitut.<sup>838</sup> Für diese Untersuchung kann dieser dogmatische Streit dahinstehen. Denn für den Bereich der Anwendung der gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftung macht es keinen Unterschied, ob es sich um einen gemeinschaftsrechtskonform zurechtgestutzten Amtshaftungsanspruch oder einen eigenständigen europarechtlichen Anspruch handelt. In beiden Fällen hat der Anspruch die obigen Erfordernisse zur Voraussetzung und richtet sich in seinen Folgen nach dem nationalen

---

833 EuGH, Slg. 1997, I-4046, Rn. 28; Slg. 1991, I- 5357, Rn. 43.

834 EuGH, Slg. 1991, I- 5357, Rn. 42 f.; Slg. 1997, I-4046, Rn. 27.

835 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 82.

836 EuGH, Slg. 1996, I-1029, Rn. 84; Slg. 1996, I-4845, Rn. 72.

837 *Cornils*, Der gemeinschaftsrechtliche Staatshaftungsanspruch, S. 89 ff.; *Deckert*, EuR 1997, 203, 214; *Ehlers*, JZ 1996, 776, 777 f.; *Everling*, EuZW 1995, 33, 33; *Gundel*, DVBl. 2001, 95, 97; *Herdegen/Rensmann*, ZHR 161 (1997), 522, 550 ff.; *Jarass*, NJW 1994, 881, 881 f.; *Schoch*, FS Maurer, S. 772; *Streinz*, EuZW 1993, 599, 599.

838 *Geiger*, Der gemeinschaftsrechtliche Grundsatz der Staatshaftung, S. 85 f.; *Hatje*, EuR 1997, 297, 304; *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 526; *Reich*, EuZW 1996, 709, 709.

Recht unter dem Vorbehalt des Diskriminierungsverbotes und der Grundsatzes der Effektivität.<sup>839</sup>

#### IV. Typologie der Gemeinschaftsrechtsverletzungen

Die gemeinschaftsrechtliche Staatshaftung ist ein allgemeiner Haftungsgrundsatz, der bei Vorliegen oben genannter Voraussetzungen einen Anspruch gegen die Mitgliedstaaten für das Fehlverhalten jedes mitgliedstaatlichen Organs gewährt, unabhängig davon welcher Gewalt es zuzuordnen ist. Zur Untersuchung möglicher Haftungsansprüche für den Bereich des Kapitalmarktes erscheint es zweckmäßig, diese Untersuchung nach typischen Haftungskonstellationen, mithin Gemeinschaftsrechtsverletzungen, zu ordnen. Dabei bietet sich eine Orientierung an den Staatsgewalten an. Es wird daher im folgenden eine Typologie der Gemeinschaftsrechtsverletzungen, geordnet nach den nationalen Gewalten, entwickelt.<sup>840</sup>

##### 1. Legislative Rechtsverstöße

Ein Ersatzanspruch wegen Legislativunrechts besteht im Rahmen der nationalen Amtshaftung nur ausnahmsweise. Anders stellt sich die Situation beim gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruch dar. Da der Gesetzgeber wie jedes mitgliedstaatliche Organ an die gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen gebunden ist, bestehen eine Vielzahl an möglichen Haftungskonstellationen für Gemeinschaftsrechtsverstöße durch den nationalen Gesetzgeber. Diese werden im folgenden kurz dargestellt.<sup>841</sup>

- Verstoß gegen das Gebot der Umsetzung von Richtlinien gem. Art. 189 Abs. 3, Art. 5 EGV (*Francovich*)
- Fehlerhafte Umsetzung einer Richtlinien (*British Telecommunications und Denkavit*)
- Verspätete Umsetzung einer Richtlinien (*Dillenkofer*)
- Erlass von Gesetzen, die gegen unmittelbar wirkendes Gemeinschaftsrecht verstoßen; insbesondere Verstöße gegen die Grundfreiheiten (*Factortame*)

---

839 *Deckert*, EuR 1997, 203, 214.

840 Vgl. zu Systematisierungen unter haftungsrechtlichen Gesichtspunkten *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt; ferner *Böhm*, JZ 1997, 53, 55 ff.; *Henrichs*, Haftung der EG-Mitgliedstaaten für Verletzung von Gemeinschaftsrecht, S. 110 ff.; *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 500 ff.; *Pfab*, Staatshaftung in Deutschland, S. 141 ff.; ansatzweise auch bei *Jarass*, NJW 1994, 881, 884.

841 Vgl. *Ossenbühl*, Staatshaftungsrecht, S. 500 ff.

- Verstoß gegen unmittelbar wirkendes Gemeinschaftsrecht durch ein Unterlassen des Gesetzgebers (*Brasserie du Pêcheur*)

In all diesen Konstellationen liegt ein Verstoß gegen Gemeinschaftsrecht durch den nationalen Gesetzgeber vor, so dass ein Haftungsanspruch entstehen kann. Bezüglich des subjektiv-rechtlichen Charakters, den die verletzte Gemeinschaftsnorm aufweisen muss, sei an dieser Stelle an die vorherige Untersuchung der gemeinschaftsrechtlichen, kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen verwiesen.<sup>842</sup> Das Vorliegen der weiteren Voraussetzungen ist eine Frage des jeweiligen Einzelfalls. Generell lässt sich zu dieser Haftungskonstellationen jedoch folgendes ausführen. Das Kriterium der hinreichenden Qualifikation des Rechtsverstoßes wird bei legislativen Verstößen regelmäßig erfüllt sein. Dies gilt zumindest soweit die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben deutlich sind, sei es durch ihre Formulierung oder sei es durch eine Konkretisierung durch die Rechtsprechung des EuGH. Insbesondere stellt es einen hinreichend qualifizierten Verstoß dar, wenn keine Maßnahmen zur Umsetzung einer Richtlinie innerhalb der dafür festgesetzten Frist getroffen worden sind.<sup>843</sup> Größere Probleme wird dagegen das Kriterium der unmittelbaren Kausalität bereiten. Denn ob in den Schadensfällen eine unmittelbare Kausalität zwischen der unterbliebenen oder fehlerhaften Richtlinienumsetzung und dem entstandenen Schaden nachgewiesen werden kann, erscheint fraglich.<sup>844</sup>

## 2. Administrative Rechtsverstöße

In der Entscheidung in der Rechtssache *Hedley Lomas* hat der EuGH klargestellt, dass der Haftungsgrundsatz auch Verstöße der mitgliedstaatlichen Verwaltung gegen Gemeinschaftsrecht sanktioniert. Es kommen folgende Haftungskonstellationen in Betracht.

- Unterlassen der Anwendung unmittelbar wirkenden Gemeinschaftsrechts bzw. Anwendung nationalen Rechts, das unmittelbar wirkendem Gemeinschaftsrecht widerspricht

<sup>842</sup> Vgl. oben 2. Teil D. IV.

<sup>843</sup> EuGH, Slg. 1996, I-4845, Rn. 26.

<sup>844</sup> *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 144.

- Fehlerhafte Anwendung unmittelbar wirkenden Gemeinschaftsrechts (*Brinkmann Tabakfabriken*)<sup>845</sup>
- Verstoß gegen die Pflicht zur gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung nationalen Rechts<sup>846</sup>
- Nichtbefolgung von Urteilen des EuGH<sup>847</sup>

In dieser Haftungskonstellation wird das Erfordernis der unmittelbaren Kausalität wegen der eindeutigen und kurzen Ursachenzusammenhänge in der Regel unproblematisch erfüllt sein. Dagegen erscheint es weitaus schwieriger, der nationalen Verwaltung den Vorwurf einer hinreichend qualifizierten Verletzung von Gemeinschaftsrecht nachzuweisen.

### 3. Judikative Rechtsverstöße

Nach dem Urteil *Köbler* können auch Fehler mitgliedstaatlicher letztinstanzlicher Gerichte bei der Anwendung des Gemeinschaftsrechts eine Haftung begründen. Dabei sind grundsätzlich die gleichen Haftungskonstellationen wie bei administrativen Rechtsverstößen denkbar. Zusätzlich kommt ein Verstoß gegen die Vorlagepflicht aus Art. 234 Abs. 3 EGV in Betracht. Es gilt zudem zu beachten, dass im Rahmen des Kriteriums des qualifizierten Verstoßes die Besonderheit der richterlichen Funktion und die berechtigten Belange der Rechtssicherheit zu berücksichtigen sind.<sup>848</sup>

### B. Anspruch wegen Verletzung kapitalmarktrechtlichen Gemeinschaftsrechts

Die zuvor entwickelte Typologie der Gemeinschaftsrechtsverletzungen gibt die Struktur vor für die nun folgende Untersuchung des Kapitalmarktrechts. Es wird untersucht, ob die Bundesrepublik Deutschland gegen kapitalmarktrechtliche Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts verstoßen hat und inwiefern diese Gemeinschaftsrechtsverletzungen einen Staatshaftungsanspruch auslösen.

845 EuGH, Slg. 1998, I-5255, Rn. 29.

846 EuGH, Slg. 1984, 1891, Rn. 26; Slg. 1987, 3969, Rn. 12; Slg. 1990, I-4135, Rn. 8; vgl. *Gratias*, Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, S. 153 f. m.w.N.

847 *Pfab*, Staatshaftung in Deutschland, S. 143.

848 EuGH, Slg. 2003, I-10239, Rn. 53.

## **I. Legislative Rechtsverstöße**

Es kommen als Verstöße der deutschen Legislative gegen kapitalmarktrechtliche Bestimmungen nur Verstöße gegen die Pflicht zur Umsetzung von kapitalmarktrechtlichen Richtlinien in Betracht. Der Großteil dieser Richtlinien wurde ordnungsgemäß in deutsches Recht umgesetzt. Lediglich für die Richtlinien 97/9/EG, 2004/39/EG und 2004/109/EG erscheint dies fraglich.

### **1. Richtlinie 97/9/EG**

Die Mitgliedstaaten werden mit der Richtlinie 97/9/EG zur Einführung eines oder mehrerer Anlegerentschädigungssysteme verpflichtet, denen grundsätzlich alle in dem jeweiligen Mitgliedstaat zugelassenen Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, angehören müssen. Diese Richtlinie wurde durch das Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz (EAG), das die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) als Anlegerentschädigungssystem schuf, in Deutschland umgesetzt.

Diese Umsetzung erfolgte jedoch nicht ordnungsgemäß. Die strukturelle Fehlkonzeption der EdW<sup>849</sup> bewirkt, dass die deutschen Regelungen hinter den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zurückbleiben. Denn Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie verlangt, dass das Entschädigungssystem in der Lage sein muss, die Forderungen der Anleger spätestens drei Monaten nach dem Zeitpunkt, zu dem die Berechtigung und die Höhe der Forderung festgestellt wurde, zu erfüllen. Dies kann die EdW bei Entschädigungsfällen mit hohen Schadenssummen nicht gewährleisten. Die Möglichkeit, Sonderbeiträge zu erheben, ist aufgrund der Rechte der Mitgliedsunternehmen so begrenzt, dass eine Auszahlung innerhalb der Frist von drei Monaten oftmals nicht möglich sein wird. Die Alternative zur Bewältigung solcher Schadensfälle, die Aufnahme von Krediten, wird vom Wohlwollen staatlicher Einrichtungen abhängig sein, so dass die EdW nicht aus eigener Kraft die Entschädigungszahlungen gewährleisten kann. Die Richtlinie verlangt in Art. 9 Abs. 2 jedoch, dass das Entschädigungssystem „in der Lage“ ist, die Forderungen innerhalb der genannten Frist zu erfüllen. Nach diesem Wortlaut muss das Entschädigungssystem die Entschädigungssummen aus eigener Kraft aufbringen können. Die EdW dagegen wird, zumindest in manchen Fällen, auf die Hilfe staatlicher Einrich-

---

849 Vgl. 2. Teil C. I. 3. m).

tungen angewiesen sein, so dass sie gerade *nicht in der Lage* ist, die Entschädigungsforderungen zu erfüllen.

Um einen gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruch auszulösen, müsste dieser Verstoß gegen die Umsetzungspflicht hinreichend qualifiziert sein. Dabei ist in diesem Fall einer fehlerhaften Richtlinienumsetzung entscheidend, ob die Vorgaben der Richtlinie klar und genau genug formuliert waren. Dies ist hier der Fall. Die Formulierung von Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie ist eindeutig. Zudem wird in dem gesamten Text der Richtlinie auf das Entschädigungssystem abgestellt, nicht auf eine eventuelle staatliche Hilfe. So verlangt auch Art. 4 Abs. 1 der Richtlinie, dass das System eine Deckung von 20.000 € je Anleger gewähren muss. Es war daher eindeutig normiert, dass das Entschädigungssystem selbst, ohne weitere staatliche Hilfe, die Entschädigungen zahlen können muss.

Es besteht daher ein Anspruch aus gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftung auf Ersatz solcher Schäden, für die ein unmittelbarer Kausalzusammenhang zur fehlerhaften Umsetzung der Richtlinie 97/9/EG besteht.

## **2. Richtlinie 2004/39/EG**

Die Richtlinie 2004/39/EG ersetzt die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 (Richtlinie 93/22/EWG) und erfasst im Gegensatz zu dieser nun auch die Anlageberatung, die Vermittlung von Investmentfonds und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Derivaten. Daneben normiert sie neue Regeln für Handelsplattformen und für die Ausführung von Wertpapiergeschäften. So unterliegen Börsen, Internalisierungssysteme und multilaterale Handelssysteme als Handelsplattformen umfangreichen Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen. Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen werden zudem für die Ausführung von Wertpapiergeschäften organisatorische Anforderungen und Verhaltensregeln im Verhältnis zum Kunden statuiert. Die Richtlinie 2004/39/EG wurde durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz<sup>850</sup> (FRUG) im Juni 2007 in deutsches Recht umgesetzt. Diese Umsetzung erfolgte jedoch nicht ordnungsgemäß.

---

850 BGBl. I 2007, S. 1330.

### a) Wertpapierbegriff

Es bestehen Zweifel daran, ob der Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG den Vorgaben der Richtlinie entspricht. Denn nach § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG erfasst der Wertpapierbegriff „andere Anteile an [...] juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind“. Problematisch ist der Relativsatz „soweit sie Aktien vergleichbar sind“. Für die Vergleichbarkeit mit Aktien ist es entscheidend, ob ein sachenrechtlicher Eigentumserwerb und damit die Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich ist.<sup>851</sup> Anteile an Personengesellschaften werden aber mittels Zession nach §§ 413, 398 BGB übertragen, so dass Anteile an Personengesellschaften nicht zu übertragbaren Wertpapieren i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG gehören. Es werden daher insbesondere Anteile an Geschlossenen Fonds regelmäßig nicht vom Wertpapierbegriff des WpHG erfasst, da diese Fonds überwiegend in der Rechtsform einer Personengesellschaft organisiert sind.<sup>852</sup>

Der Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG ist daher nicht richtlinienkonform, wenn der Wertpapierbegriff der Richtlinie Anteile an Personengesellschaften erfasst. Für ein solches, weites Verständnis des Wertpapierbegriffs spricht schon der Wortlaut der Richtlinie. Denn nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) der Richtlinie 2004/39/EG sind übertragbare Wertpapiere auch „Aktien und andere, [...] Anteilen an [...] Personengesellschaften [...] gleichzustellende Wertpapiere“. Im Gegensatz zu Art. 4 der Richtlinie 93/22/EWG findet sich das Erfordernis der Vergleichbarkeit mit Aktien nicht mehr in der Richtlinie 2004/39/EG, so dass Richtlinie und Umsetzung insoweit divergieren. Jedoch erfasst der Wertpapierbegriff der Richtlinie 2004/39/EG nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 nur solche Wertpapiere, die „auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können“.

Entscheidend ist daher die Handelbarkeit von Anteilen an Personengesellschaften. Dabei wird zum Teil vertreten, dass Anteile an Personengesellschaften per se nicht auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden könnten. Wegen der zahlreichen praktischen und rechtlichen Umlaufhemmnisse, beispielsweise der mangelnden Anwendbarkeit der Gutglaubensvorschriften und der Nachhaftung des Altkommanditisten nach §§ 160, 161 Abs. 2 HGB, mangle es den Gesellschaftsanteilen an der freien Übertragbarkeit.<sup>853</sup>

851 Begr. RegE., BT-Drucks. 16/4037, S. 6 f.

852 Vgl. Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, S. 6 ff.; Volhard/Wilkens, DB 2006, 2051, 2054; Voß, BKR 2007, 45, 49 f.

853 Voß, BKR 2007, 45, 51 ff.; dem zustimmend Spindler/Kasten, WM 2007, 1245, 1246.



Diese pauschale Betrachtung kann nicht überzeugen. Letztlich ist für die Frage der Handelbarkeit eines Personengesellschaftsanteils die Ausgestaltung des einzelnen Gesellschaftsvertrages entscheidend.<sup>854</sup> Unterliegt die Übertragung von Gesellschaftsanteilen keinerlei gesellschaftsvertraglichen Beschränkungen, so erscheinen auch die gesetzlichen Bestimmungen als nicht so einschneidend, als dass eine Handelbarkeit verneint werden könnte. So kann beispielsweise die Nachhaftung der Altkommanditisten vermieden werden, indem die Anteilsübertragung mit einem Rechtsnachfolgevermerk eingetragen wird.<sup>855</sup> Abhängig von der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages können daher Anteile an Personengesellschaften durchaus handelbar sein.

Der Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG ist daher nicht richtlinienkonform und die Umsetzung der Richtlinie insoweit mangelhaft. § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG erfasst überhaupt keine Anteile an Personengesellschaften. Der Wertpapierbegriff der Richtlinie 2004/39/EG erfasst dagegen solche Anteile an Personengesellschaften, die nach ihrer gesellschaftsvertraglichen Gestaltung auf dem Kapitalmarkt handelbar sind. Es knüpfen eine Vielzahl der anlegerschützenden Bestimmungen der Richtlinie an den Begriff des Wertpapiers an und gelten nur in Bezug auf diese. Daher wird den Inhabern von handelbaren Personengesellschaftsanteilen durch diesen zu engen Wertpapierbegriff des WpHG der Schutz durch diese Vorschriften entzogen.

Ein gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch setzt jedoch voraus, dass dieser Verstoß gegen die Umsetzungspflicht hinreichend qualifiziert ist. Dabei ist insbesondere zu beachten, ob die fehlerhaft umgesetzte Richtlinienbestimmung eindeutig formuliert war und ob das der fehlerhaften Umsetzung zugrunde liegende Verständnis des Mitgliedstaates der betreffenden Regelung vertretbar war.<sup>856</sup> Es kann an dieser Stelle zugunsten der Bundesrepublik Deutschland angeführt werden, dass der Begriff der Handelbarkeit vom europäischen Gesetzgeber nicht konkretisiert wurde.<sup>857</sup> Zudem hat die Erweiterung des Wertpapierbegriffs auf Anteile an Personengesellschaften weitreichende Folgen, so dass Zweifel an einer diesbezüglichen Absicht des europäischen Gesetzgebers nachvollziehbar sind. Es erscheint daher durchaus vertretbar,

---

854 Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, S. 8.

855 OLG Oldenburg, DB 1990, 1909; LG München, DB 1990, 1814. Darauf weist selbst Voß, BKR 2007, 45, 52 hin.

856 EuGH, Slg. 1996, I-1631 Rn. 43.

857 Voß, BKR 2007, 45, 48.

Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) der Richtlinie 2004/39/EG so zu verstehen, dass diese Regelung Personengesellschaftsanteile nicht erfasst.<sup>858</sup> Dieser Verstoß gegen die Umsetzungspflicht ist nicht hinreichend qualifiziert und kann daher keinen Haftungsanspruch auslösen.

## **b) Discount Broking**

Art. 19 Abs. 6 der Richtlinie nimmt die sog. Discount Broker von den Pflichten der anlegerschützenden Regelung des Art. 19 Abs. 4 und 5 aus. Der europäische Gesetzgeber wollte mit Art. 19 Abs. 6 das Geschäft der Wertpapierfirmen auf eine sichere Grundlage stellen.<sup>859</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat Art. 19 Abs. 6 der Richtlinie mit der Regelung des § 31 Abs. 7 WpHG in deutsches Recht umgesetzt. Diese Umsetzung ist mangelhaft.

Entscheidendes Merkmal von Discount Broking ist, dass es bei diesen Wertpapiergeschäften zu keinem persönlichen Kontakt des Kunden mit einem Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens kommt.<sup>860</sup> Nur Geschäfte, die diese Voraussetzung erfüllen, wollte der europäische Gesetzgeber von den Pflichten nach Art. 19 Abs. 4 und Abs. 5 freistellen. Dies hat er zum einen im Wortlaut zum Ausdruck gebracht.<sup>861</sup> So erfasst Art. 19 Abs. 6 nur „Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen *lediglich* in der Ausführung von Kundenaufträgen und/oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen [...] bestehen“. Zudem entspricht dieser eingeschränkte Anwendungsbereich von Art. 19 Abs. 6 dem Charakter dieser Regelung als Ausnahmegvorschrift. Der europäische Gesetzgeber hat das niedrigere Anlegerschutzniveau beim Discount Broking durch die Statuierung besonderer Voraussetzungen in Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 1-4 zu kompensieren versucht. Dieser Regelung ist daher, um das hohe Anlegerschutzniveau der Richtlinie 2004/39/EG zu gewährleisten, eng auszulegen.<sup>862</sup>

Diese Beschränkung der Ausnahme von den anlegerschützenden Vorschriften auf Wertpapiergeschäfte, bei denen es zu keinem persönlichen Kontakt mit einem Mitarbeiter

---

858 So auch Voß, BKR 2007, 45, 47 ff.

859 Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, S. 10.

860 Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, S. 10; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 632.

861 Seyfried, WM 2006, 1375, 1383; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 632.

862 Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, S. 10.

des Wertpapierdienstleistungsunternehmens kommt, hat der deutsche Gesetzgeber in der Regelung des § 31 Abs. 7 WpHG nicht nachvollzogen. Diese Regelung erfasst – wie von Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 1 der Richtlinie vorgegeben – nach § 31 Abs. 7 Nr. 1 WpHG Finanzkommissionsgeschäfte, Eigenhandel, Abschlussvermittlung und Anlagevermittlung in Bezug auf alle „nicht komplexen Finanzinstrumente“, so dass sich die Wertpapierdienstleistungsunternehmen für diesen Bereich durch einen standardisierten Hinweis der Prüfung der Angemessenheit des Geschäfts für den Kunden und der folgenden Warnpflicht entledigen können. Der sachliche Anwendungsbereich der Ausnahmeregelung des § 31 Abs. 7 WpHG ist daher im Vergleich zu der Vorgabe nach Art. 19 Abs. 6 zu weit. § 31 Abs. 7 WpHG stellt die Wertpapierdienstleistungen i.S.v. § 31 Abs. 7 Nr. 1 WpHG, bei denen es zu einem persönlichen Kontakt zwischen Kunde und Wertpapierdienstleistungsunternehmen gekommen ist, von der Pflicht zur Angemessenheitsprüfung und der Warnung frei, obwohl die Richtlinie 2004/39/EG für diese Wertpapiergeschäfte gerade diese Pflichten zwingend vorschreibt. Es hätte daher für eine Richtlinienkonformität von § 31 Abs. 7 WpHG einer Beschränkung des Anwendungsbereiches auf Geschäfte ohne persönlichen Kundenkontakt bedurft.<sup>863</sup>

Dieser Verstoß gegen die Umsetzungspflicht ist zudem hinreichend qualifiziert. Denn der Wortlaut der Regelung des Art. 19 Abs. 6 der Richtlinie ist eindeutig („lediglich“). Es besteht daher ein gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch für alle Schäden, die Kunden von Wertpapierdienstleistungsunternehmen unmittelbar kausal dadurch entstanden sind, dass nach § 31 Abs. 7 WpHG für Wertpapiergeschäfte i.S.v. § 31 Abs. 7 Nr. 1 WpHG, bei denen es zu einem persönlichen Kontakt zu Mitarbeitern des Unternehmens gekommen ist, wegen eines entsprechenden Hinweises eine Angemessenheitsprüfung und Warnung nicht erfolgte.

### **c) Opting-Out bei Kundenklassifizierung**

Die Richtlinie 2004/39/EG unterscheidet zwischen verschiedenen Kundenklassen und normiert für diese jeweils ein unterschiedliches Schutzniveau. Je nachdem, ob es sich um Kleinanleger oder professionelle Kunden handelt, stellt die Richtlinie an die Pflichten, insbesondere die Informationspflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber ihren Kunden unterschiedliche Anforderungen. Dieses System wird

---

<sup>863</sup> Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, S. 12; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 632.

ergänzt durch den Wechsel zwischen den Kategorien, dem sog. Opt-In/Opt-Out-Verfahren.

Kunden, die nicht nach Anhang II., Abschnitt I. der Richtlinie als professionelle Kunden anzusehen sind, können nach Anhang II., Abschnitt II. auf den Schutz durch die Wohlverhaltensregeln verzichten und sich als professionelle Kunden behandeln lassen. Diese sog. Opt-Out-Möglichkeit wurde vom deutschen Gesetzgeber in § 31a Abs. 7 WpHG fehlerhaft umgesetzt. Denn nach § 31a Abs. 7 WpHG kann eine Einstufung als professioneller Kunde auf Antrag *oder durch Festlegung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens* erfolgen. Es ist jedoch weder in Anhang II., Abschnitt II. der Richtlinie noch in der ausdrücklicheren Konkretisierungsnorm des Art. 28 Abs. 3 der Durchführungsrichtlinie<sup>864</sup> eine solche Opt-Out-Möglichkeit auf Betreiben des Unternehmens vorgesehen.<sup>865</sup> Die Richtlinie statuiert nur eine Opt-Out-Möglichkeit auf Antrag des Kunden. Dies belegt schon der Wortlaut von Anhang II., Abschnitt II.1. Danach ist den Unternehmen nur „folglich“, also folgend auf einen Antrag der Kunden, gestattet, diese als professionelle Kunden zu behandeln.<sup>866</sup>

Der Wortlaut der Richtlinie in Anhang II, Abschnitt II. ist eindeutig, so dass dieser Fehler bei der Richtlinienumsetzung auch das Erfordernis des hinreichend qualifizierten Rechtsverstoßes erfüllt. Es besteht daher ein gemeinschaftsrechtlicher Haftungsanspruch für Schäden, die unmittelbar dadurch verursacht wurden, dass ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen einen Kunden nach § 31a Abs. 7 WpHG ohne einen Antrag seinerseits als professionellen Kunden eingestuft hat – und diesem ein entsprechend geringerer Schutz zukommt.

Zudem erscheint auch die von der Richtlinie vorgesehene Möglichkeit, dass sich ursprünglich als Kleinanleger eingestufte Unternehmen als geeignete Gegenpartei anerkennen lassen, fehlerhaft umgesetzt worden zu sein.<sup>867</sup> Dieser Umsetzungsmangel kann jedoch keinen Ersatzanspruch begründen, da er sich nicht auf eine anlegerschützende Richtlinienbestimmung bezieht. Denn mit der Anerkennung als geeignete Gegenpartei

---

864 Richtlinie 2006/73/EG.

865 *Kasten*, BKR 2007, 261, 265; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1376.

866 *Kasten*, BKR 2007, 261, 265.

867 *Kasten*, BKR 2007, 261, 264 f.

ist gerade ein im Vergleich zur Klassifizierung als Kleinanleger niedrigeres Schutzniveau verbunden.

#### **d) Grandfathering**

Eine durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor dem 1. November 2007 auf Grundlage eines Bewertungsverfahrens, das auf den Sachverstand, die Erfahrungen und die Kenntnisse der Kunden abstellt, vorgenommene Einstufung eines Kunden als professionellen Kunden, hat gem. § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG nach dem 1. November 2007 weiterhin Bestand. Dabei soll ein Bewertungsverfahren diesen Anforderungen genügen, wenn es den Vorgaben der Wohlverhaltensrichtlinie der BaFin zu § 35 Abs. 4 WpHG<sup>868</sup> entspricht.<sup>869</sup> Mit dieser sog. Grandfathering-Regelung wird die Übergangsbestimmung des Art. 71 Abs. 6 der Richtlinie in deutsches Recht umgesetzt.

Die Regelung des § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG wurde erst im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens nach Forderungen des Bundesrates und beteiligter Interessengruppen in das Umsetzungsgesetz eingeführt.<sup>870</sup> Die Einführung dieser Regelung dient den ökonomischen Interessen deutscher Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Denn mit dem Verzicht auf eine Grandfathering-Regelung hätte der Gesetzgeber fixiert, dass es vor der Verabschiedung des FRUG im deutschen Recht keine bestehenden Kundenklassifizierungen gegeben hat. Dann wären alle Bestandskunden neu einzustufen und über ihre Einstufung zu informieren gewesen.<sup>871</sup> Dieser Aufwand ist den Unternehmen durch die Regelung des § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG erspart geblieben, soweit sie bereits interne Einstufungen vorgenommen haben.

Diese Grandfathering-Regelung könnte den Vorgaben der Richtlinie 2004/39/EG widersprechen. Denn der Wortlaut des Art. 71 Abs. 6 der Richtlinie spricht von „bestehende[n] professionelle[n] Kunden“ und davon dass eine diesbezügliche „Kategorisierung [...] vorgenommen wurde“. Die Regelung des Art. 71 Abs. 6 setzt damit voraus, dass schon vor der Umsetzung der Richtlinie Kundenklassifizierungen bestanden haben müssen.<sup>872</sup>

---

868 Richtlinie gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wohlverhaltensrichtlinie) vom 23. August 2001, Bundesanzeiger Nr. 165 v. 4.9.2001, S. 19218, Punkt 2.6.

869 Bericht Finanzausschuss, Deutscher Bundestag, BT-Drucks. 16/4899, S. 12.

870 Vgl. *Kasten*, BKR 2007, 261, 265 m.w.N.

871 *Kasten*, BKR 2007, 261, 267.

872 *Kasten*, BKR 2007, 261, 266; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1377.

Diese Einschätzung wird bekräftigt durch den Charakter der Regelung als Übergangsbestimmung. Denn einer Übergangsbestimmung kommt nur dann Sinn zu, wenn es auch schon zuvor eine Einstufung gab, deren Übergang es nun zu regeln gilt. Im deutschen Recht dagegen gab es bis zum FRUG keine gesetzlich normierten Kundenklassen.<sup>873</sup> Im Rahmen der Einschränkung der Informationsverpflichtung auf das „erforderliche“ nach § 31 Abs. 2 S. 1 a.E. WpHG a.F. wurde zwar eine Einschätzung der Kunden vorgenommen. Diese Einschätzung hat jedoch keine Zuordnung der Kunden in verschiedene Klassen zur Folge. Auch die Wohlverhaltensrichtlinie der BaFin diente nur der Bestimmung der Anforderungen der §§ 31-33 WpHG a.F., insbesondere der Erforderlichkeit nach § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG a.F. Eine Einteilung in Klassen nahm aber auch sie nicht vor.

Es bleibt damit festzuhalten, dass es vor dem FRUG im deutschen Recht keine Kundenklassifizierungen gab. Diese Feststellung hat jedoch nicht zwingend eine Gemeinschaftsrechtswidrigkeit von § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG zur Folge. Denn ist es denkbar, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen intern Klassifizierungen vorgenommen haben, die den Vorgaben des Art. 71 Abs. 6 Richtlinie 2004/39/EG entsprechen. Wenn Art. 71 Abs. 6 zumindest auch den Übergang dieser internen Einstufungen regeln wollte, dann wäre § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG richtlinienkonform. Dagegen würde diese Regelung den Vorgaben der Richtlinie dann widersprechen, wenn Art. 71 Abs. 6 ausschließlich gesetzlich normierte Kundenklassifizierungen erfassen soll. Es gilt nun die Vorschrift des Art. 71 Abs. 6 auf ihren Anwendungsbereich zu untersuchen.

Der Wortlaut des Art. 71 Abs. 6 und der Charakter einer Übergangsbestimmung lassen keinen zwingenden Schluss darauf zu, dass nur gesetzlich normierte Kundenklassifizierungen gemeint sind. Denn Art. 71 Abs. 6 spricht nur von bestehenden professionellen Kunden, nicht davon wie diese Einstufung vorgenommen worden ist. Zudem ist auch eine unternehmensinterne Einstufung grundsätzlich fähig, Gegenstand einer Übergangsbestimmung zu sein. Auch die Materialien zum Gesetzgebungsverfahren geben keinen Aufschluss über den Anwendungsbereich von Art. 71 Abs. 6.<sup>874</sup> Ein Vergleich mit den anderen Regelungen des Art. 71 spricht jedoch für eine Beschränkung auf gesetzlich

---

<sup>873</sup> *Kasten*, BKR 2007, 261, 267; so auch der Finanzausschuss, Bundestag, BT-Drucks. 16/4899, S. 11.

<sup>874</sup> Vgl. Vorschlag der Kommission, KOM 2002/625, ABl. C 71E/2003, S. 62; Stellungnahme Wirtschafts- und Sozialausschuss, ABl. C 220/2003, S. 1; Stellungnahme Europäische Zentralbank, ABl. C 144/2003, S. 6; Gemeinsamer Standpunkt Rat, ABl. C 60E/2004, S. 1.

normierte Einstufungen. Denn die Übergangsbestimmungen in den Abs. 1 bis 3 des Art. 71 haben die Fortgeltung von Seiten des Staates vorgenommenen Handlungen zum Gegenstand. Es ist daher wahrscheinlich, dass auch Art. 71 Abs. 6 nur auf staatlicher Grundlage vorgenommene Einstufungen erfassen soll. Zudem gab es schon vor der Richtlinie 2004/39/EG in einigen Mitgliedstaaten gesetzlich normierte Kundenklassifizierungen, z.B. in Großbritannien. Es kann daher angenommen werden, dass Art. 71 Abs. 6 die Fortgeltung gerade dieser Klassifizierungen regeln wollte.<sup>875</sup> Letztlich spricht auch der Umstand, dass die Richtlinie 2004/39/EG den Schutz der Anleger bezweckt für ein solches Verständnis. Denn mit einem weiten Verständnis, das auch interne Einstufungen erfasst, würde der Schutz der Anleger gemindert.

Es sprechen daher die besseren Argumente für ein enges Verständnis des Art. 71 Abs. 6 dahingehend, dass er nur gesetzlich normierte Kundenklassifizierungen erfasst. Die Umsetzung des Art. 71 Abs. 6 Richtlinie 2004/39/EG durch § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG ist daher mangelhaft. Die Regelung des § 31a Abs. 6 S. 5 WpHG verhindert für einen Teilbereich, die von der Richtlinie normierte Pflicht, alle Bestandskunden neu einzustufen und über ihre Einstufung zu informieren. Dennoch besteht kein gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch auf den Ersatz der durch die Unterlassung dieser Einstufung unmittelbar entstandenen Schäden. Denn dies setzt einen hinreichend qualifizierten Verstoß gegen die Umsetzungsverpflichtung voraus. Wie soeben dargelegt, ist die Regelung des Art. 71 Abs. 6 jedoch nicht eindeutig und durchaus zweierlei Verständnis zugänglich, so dass der Bundesrepublik Deutschland der Vorwurf eines hinreichend qualifizierten Rechtsverstoßes nicht gemacht werden kann.

### **3. Richtlinie 2004/109/EG**

Die Richtlinie 2004/109/EG begründet weitere Pflichten zu einzelnen Kapitalmarktinformationen und führt ein neues Regime zur Publikation von Kapitalmarktinformationen ein. So beinhaltet die Richtlinie Pflichten zur Finanzberichterstattung, zur Mitteilung und Veröffentlichung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils, zur Lieferung von Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren und zur Veröffentlichung und Speicherung wichtiger Kapitalmarktinformationen. Das neue Publikationsregime ruht auf zwei Säulen: Einerseits haben Emittenten Kapitalmarktin-

---

<sup>875</sup> *Kasten*, BKR 2007, 261, 266; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1377.

formationen über die Medien bekannt zu geben. Andererseits müssen sie die Informationen einem amtlich bestellten System zur zentralen Speicherung zuleiten.

Die zweite Säule des neuen Publikationsregimes, die Speicherung im amtlich bestellten System, wurde durch das EHUG<sup>876</sup> umgesetzt.<sup>877</sup> Die restlichen Vorgaben der Transparenzrichtlinie wurden durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz<sup>878</sup> (TUG) in nationales Recht umgesetzt. Die Umsetzung durch das TUG entspricht nicht nur den Vorgaben der Richtlinie, sondern geht an einzelnen Stellen sogar über diese hinaus. So wird nach dem geänderten § 37o WpHG auch der Halbjahresfinanzbericht der Kontrolle durch das Enforcement-Verfahren unterworfen. Im Gegensatz zu dieser materiellen Kontrolle forderte die Richtlinie nur eine formelle Prüfung.<sup>879</sup> Die Normierung strenger Standards als der Richtlinienvorgaben ist in gemeinschaftsrechtlicher Hinsicht unschädlich, so dass festzuhalten bleibt, dass die Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG mit dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz in deutsches Recht ordnungsgemäß erfolgte. Diese Einschätzung teilt auch die Wissenschaft. So wurde in dem Großteil der Veröffentlichungen zum TUG die Frage der Ordnungsgemäßheit der Umsetzung erst gar nicht problematisiert<sup>880</sup> oder eindeutig bejaht<sup>881</sup>.

## II. Administrative und judikative Rechtsverstöße

Administrative und judikative Rechtsverstöße werden durch einzelne staatliche Akte begangen. Das Bestehen eines gemeinschaftsrechtlichen Haftungsanspruches ist auch eine Frage des Einzelfalls und kann daher in dieser notwendigerweise abstrakten Untersuchung nicht beantwortet werden. Jedoch soll eine besonders haftungsrelevante Konstellation für diese Rechtsverstöße im Bereich des Kapitalmarktes aufgezeigt werden.

---

876 Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister v. 10.11.2006, BGBl. I 2006, S. 2553.

877 Begr. RegE., BT-Drucks. 16/2498, S. 27; Noack, WM 2007, 377, 379.

878 BGBl. I 2007, S. 10.

879 Vgl. Begr. RegE., BT-Drucks. 16/2498, S. 42; Stellungnahme des Bundesrates, BR-Drucks. 579/06, S. 4; Empfehlung des Finanzausschusses, des Ausschusses für innere Angelegenheiten und des Wirtschaftsausschusses an den Bundesrat, BR-Drucks. 579/1/06, S. 4; Beiersdorf/Buchheim, BB 2007, 99, 100; Rodewald/Unger, BB 2006, 1917, 1917.

880 Vgl. Bedlowski/Kocher, AG 2007, 341 ff.; Beiersdorf/Buchheim, BB 2006, 1674 ff.; Bosse, DB 2007, 39 ff.; Fleischer, ZIP 2007, 97; Hagen-Eck/Wirsch, DB 2007, 504 ff.; Heldt/Ziemann, NZG 2006, 652 ff.; Hutter/Kaulamo, NJW 2007, 471 ff.; ders./dies., NJW 2007, 550 ff.; Nießen, NZG 2007, 41 ff.; Noack, WM 2007, 377 ff.; Pirner/Lebherz, AG 2007, 19 ff.; Schlitt/Schäfer, AG 2007, 227 ff.; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179 ff.; Strieder/Ammedick, DB 2007, 1368 ff.; Tielmann/Schulenburg, BB 2007, 840 ff.

881 Müller/Oulds, WM 2007, 573, 578.



Es wurde zuvor festgestellt, dass die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG im Anwendungsbereich der oben aufgezählten,<sup>882</sup> die subjektiven Rechte begründenden Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts unanwendbar ist. Zudem sind die deutschen Aufsichtsregelungen in diesem Bereich gemeinschaftsrechtskonform dahingehend auszulegen, dass ihnen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zukommt.<sup>883</sup> Insbesondere diese gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben können einen Staatshaftungsanspruch auslösen. Denn wenn eine Verwaltungsbehörde oder ein letztinstanzliches Gericht diese Vorgaben nicht beachtet, indem sie den subjektiv-rechtlichen Charakter einer Vorschrift verneint, dann stellt dies einen Verstoß gegen Gemeinschaftsrecht dar. Da die diesbezüglichen Vorgaben, wie oben ausführlich untersucht, den Schutz individueller Rechte bezwecken und die Kausalität in diesen Fallgestaltungen oftmals unproblematisch ist, wird in der Mehrzahl der Fälle bei Nachweis eines hinreichend qualifizierten Rechtsverstoßes, eine Haftung zu bejahen sein.

### **III. Ergebnis**

Das Bestehen eines konkreten gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruch des Anlegers gegen die Bundesrepublik Deutschland ist letztlich immer eine Frage des Einzelfalls. Doch es bestehen aufgrund des rechtlichen Rahmens einzelne Konstellationen, in denen eine Haftung der BRD besonders wahrscheinlich ist. So wurden die Richtlinien 97/9/EG und 2004/39/EG teilweise nicht ordnungsgemäß in deutsches Recht umgesetzt. Diese Verstöße gegen das Gebot der Umsetzung von Richtlinien aus Art. 189 Abs. 3, Art. 5 EGV sind zum Teil als hinreichend qualifizierte Verstöße gegen das Gemeinschaftsrecht zu bewerten. Die Anleger haben daher ein Anspruch aus gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftung auf Ersatz solcher Schäden, für die ein unmittelbarer Kausalzusammenhang zur fehlerhaften Richtlinienumsetzung besteht. Zudem sind deutsche Gerichte und Behörden verpflichtet, die kapitalmarktrechtlichen Aufsichtsregelungen in dem dargelegten Umfang gemeinschaftsrechtskonform dahin auszulegen, dass ihnen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zukommt. Ein Verstoß gegen diese Verpflichtung stellt einen Verstoß gegen individualschützendes Gemeinschaftsrecht dar, der bei Nachweis des Kausalzusammenhanges und der hinreichenden Qualifikation des Rechtsverstoßes einen Ersatzanspruch begründet.

---

882 Vgl. oben 2. Teil D. VI.

883 Vgl. oben 2. Teil D. VIII.

#### **4. Teil: Schluss**

Zum Abschluss dieser Untersuchung werden die zentralen Ergebnisse noch einmal zusammengefasst, um daraus Forderungen an den Gesetzgeber abzuleiten.

##### **A. Zusammenfassung der Ergebnisse**

Zusammenfassend lassen sich folgende Ergebnisse festhalten:

- Die Vorschrift des § 4 Abs. 4 FinDAG verstößt nicht gegen Art. 14 Abs. 1 GG. Denn die Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG enthält keine verfassungsrechtliche Vorgabe dahingehend, dass die kapitalmarktrechtlichen Aufsichtsregelungen drittschützend ausgestaltet sein müssen. Der Gesetzgeber hat mit der Vielzahl von anlegerschützenden Normen für den Bereich des Kapitalmarktes seine Schutzverpflichtung für den Anleger erfüllt.
- § 4 Abs. 4 FinDAG verstößt nicht gegen Art. 3, 19 und 20 GG.
- Jedoch ist § 4 Abs. 4 FinDAG wegen der gewandelten Bedeutung des Kapitalmarktes für die Unternehmensfinanzierung und dem daraus resultierenden Einflusses der Kapitalmarktakeure auf die Unternehmen der Produkt-/Gütermärkte mit der verfassungsrechtlichen Mindestgarantie der Staatshaftung in Art. 34 GG nicht vereinbar. Der gesetzgeberische Wille eines Nicht-Drittbezugs der Aufsichtsregelungen ist auch nicht im Wege der Auslegung zu berücksichtigen. Amtshaftungsansprüche sind daher auch im Bereich der Kapitalmarktaufsicht grundsätzlich möglich.
- Die Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG ist wegen den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zur Verleihung von subjektiven Rechten im Anwendungsbereich der genannten,<sup>884</sup> subjektive Rechte begründenden Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts unanwendbar. Zudem sind die deutschen Aufsichtsregelungen in diesem Bereich dahingehend auszulegen sind, dass ihnen ein subjektiv-rechtlicher Charakter zukommt. Im Anwendungsbereich dieser gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben ist ein Amtshaftungsanspruch allein schon aufgrund der europarechtlichen Vorgaben bei fehlerhafter Kapitalmarktaufsicht möglich.

---

884 Vgl. oben 2. Teil D. VI.

- Es bestehen einzelne Konstellationen, in denen ein gemeinschaftsrechtlicher Haftungsanspruch von Anlegern gegen die Bundesrepublik Deutschland wahrscheinlich ist und nur des Nachweises weiterer Voraussetzungen bedarf.

## **B. Forderungen an den Gesetzgeber**

Die Regelungen des § 4 Abs. 4 FinDAG ist wegen des Verstoßes gegen Art. 34 GG und der Unvereinbarkeit mit den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben vom Gesetzgeber zu streichen. Gleichzeitig erscheint vor dem Hintergrund der potentiellen Schadenssummen eine fiskalisch motivierte Einschränkung der Haftung für die BaFin durchaus legitim,<sup>885</sup> so dass sich die Frage nach einer Neuregelung für den zu streichenden § 4 Abs. 4 FinDAG stellt.

Bei der Formulierung einer Ersatzregelung hat der Gesetzgeber nun die zuvor herausgearbeiteten verfassungsrechtlichen und gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zu berücksichtigen. Ein Haftungsausschluss darf daher nicht an dem Schutzzweck der kapitalmarktrechtlichen Regelungen ansetzen, da dies eine Verhinderung des Entstehens von subjektiven öffentlichen Rechte zur Folge hätte. Insbesondere wegen der zunehmenden Bedeutung des Komitologie-Verfahrens ist für die zukünftige Entwicklung des Kapitalmarktrechts anzunehmen, dass das Gemeinschaftsrecht mit den im Rahmen dieses Verfahrens erlassenen, unmittelbar wirkenden Verordnungen in zunehmendem Maße subjektive Gemeinschaftsrechte schaffen wird, die eine entsprechende Umsetzung in das deutsche Recht verlangen. Einer am Schutzzweck anknüpfenden Regelung des Haftungsausschlusses wäre daher für die Zukunft ein noch kleinerer Anwendungsbereich beschieden, als er der heutigen Regelung des § 4 Abs. 4 FinDAG zukommt. Zudem muss die Vorgabe des Art. 34 GG Niederschlag finden. Der Ausschluss darf daher nicht die Haftung für die gesamte Kapitalmarktaufsicht erfassen.

---

<sup>885</sup> a.A. v. *Danwitz*, JZ 2005, 729, 730, der pointiert die Zulässigkeit einer solchen „Haftung nach Kassenlage“ bezweifelt. Dagegen erkennen *Triantafyllou*, Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, S. 95 und auch *Vespermann*, Staatshaftung im Versicherungswesen, S. 133 f., dass fiskalische Motive für einen Haftungsausschluss nicht per se unzulässig sind, da ein Einsatz von finanziellen Mitteln an anderer Stelle durchaus dem Allgemeinwohl dienen kann. Die rechtliche Bedeutung des schonenden Umgangs mit finanziellen Ressourcen verdeutlicht auch die Vorschrift des § 6 Haushaltsgrundsätzegesetz. Danach sind bei der Aufstellung und Ausführung des Haushaltsplans die Grundsätze der Wirtschaftlichkeit und Sparsamkeit zu beachten. Es sind für alle finanzwirksamen Maßnahmen angemessene Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen durchzuführen und in geeigneten Bereichen sollen Kosten- und Leistungsrechnungen eingeführt werden.

Es bietet sich daher in regelungstechnischer Hinsicht an, einen unmittelbaren Haftungsausschluss zu normieren, um das Entstehen subjektiver öffentlicher Rechte zu ermöglichen und so den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zu genügen. Für eine Anpassung an die Vorgaben des Art. 34 GG ist der Haftungsausschluss in der Höhe zu begrenzen.<sup>886</sup> Eine summenmäßige Begrenzung hat zwar zur Folge, dass private Anleger in der Regel für ihren Schaden in vollem Umfang Ersatz verlangen können. Institutionelle Anleger, als selbständige juristische Personen, dagegen werden oftmals nur einen Teil ihres Schadens im Wege der Staatshaftung liquidieren können. Die damit einhergehende Ungleichbehandlung ist wegen der den institutionellen Anlegern möglichen Einflussnahme auf die Unternehmen und der mangelnden Schutzbedürftigkeit gerechtfertigt. Es korrespondieren damit Haftungsrisiko und Einflussnahme. Zum anderen verfügen die institutionellen Anleger als professionelle Eigentümer von Wertpapieren über ausreichende Mittel, um auf einen Schutz durch die Aufsichtstätigkeit der BaFin verzichten zu können.

Bei der Normierung der summenmäßigen Haftungsbegrenzung ist die steigende Bedeutung des Kapitalmarktes zu berücksichtigen. Eine fixe Haftungshöchstgrenze erscheint daher nicht zukunftsfähig. Vielmehr bietet es sich aus dem Gedanken, dass mit der steigenden Bedeutung des Kapitalmarktes eine Intensivierung der Aufsichtstätigkeit der BaFin einhergehen wird, an, die Haftungsgrenze an den Haushalt der BaFin zu koppeln.<sup>887</sup> Zudem sollte die Regelung an der haftungsbegründenden Norm des § 839 BGB, nicht an der Überleitungsnorm des Art. 34 GG ansetzen, um eine Eigenhaftung der Beamten der BaFin zu vermeiden. Der § 4 Abs. 4 FinDAG in seiner aktuellen Fassung ist daher zu streichen und durch folgenden Absatz zu ersetzen:

„Verletzt ein Beamter der Bundesanstalt in Ausübung der ihm anvertrauten öffentlichen Gewalt vorsätzlich oder fahrlässig die ihm einem Dritten gegenüber obliegende Amtspflicht, so trifft ihn keine Verantwortung nach § 839 des Bürgerlichen Gesetzbuches. S. 1 findet keine Anwendung, soweit der Schadensbetrag unter dem hundertsten Teil des Haushaltes der Bundesanstalt des Jahres, in dem die die Amtspflichtverletzung begründende Maßnahme vorgenommen oder erstmalig unterlassen

---

<sup>886</sup> Vgl. v. *Danwitz*, JZ 2005, 729, 730.

<sup>887</sup> Der Haushalt der BaFin für das Jahr 2008 beträgt 122.909.000 EUR, vgl. Haushaltsplan der BaFin 2008, veröffentlicht unter [www.bafin.de/haushalt/2008\\_hh.pdf](http://www.bafin.de/haushalt/2008_hh.pdf) (22.11.2007, 16:10 Uhr).

wurde, liegt. Schadensbetrag ist die Summe der einer einzelnen Person aus einer einzelnen Amtspflichtverletzung unmittelbar erwachsenen Schäden.“



# Literaturverzeichnis

- Aglietta, Michel*: Systèmes financiers et regimes de croissance, Rev. éco. fin. 61 (2001), 1.
- Alexy, Robert*: Theorie der Grundrechte, Frankfurt a.M. 1986.
- ders.*: Recht, Vernunft, Diskurs, Frankfurt a.M. 1995.
- Altenhain, Karsten*: Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, 1874.
- Altmeyden, Holger*: Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ZIP 2001, 1073.
- Altwater, Elmar*: Das Ende des Kapitalismus wie wir ihn kennen, 1. Auflage, Münster 2005.
- Anschütz, Gerhard*: Die Verfassung des Deutschen Volkes, Ein Kommentar für Wissenschaft und Praxis, 14. Auflage, Berlin 1933.
- Assmann, Heinz-Dieter / Pötzsch, Thorsten / Schneider, Uwe H.*: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar, Köln 2005 (zitiert: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG).
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf*: Handbuch des Kapitalanlagerechts, München 1990.
- Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H.*: Wertpapierhandelsgesetz, 4. Auflage, Köln 2006 (zitiert: Assmann/ U.H. Schneider, WpHG).
- Auer, Marietta*: Neues zu Umfang und Grenzen der richtlinienkonformen Auslegung, NJW 2007, 1106.
- Bachof, Otto*: Die Dogmatik des Verwaltungsrechts vor den Gegenwartsaufgaben der Verwaltung, VVDStRL 30 (1972), 193.
- Bainbridge, Stephen M.*: Securities law: insider trading, New York 1999.
- Balzer, Peter*: Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Vermögensverwaltung, WM 2000, 441.
- ders.*: Rechtsfragen des Effektengeschäfts der Direktbanken, WM 2001, 1533.
- Barnert, Thomas*: Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda, WM 2002, 1473.
- Bartsch, Hans-Jürgen*: Privatrechtlicher Schutz des Verbrauchers bei Haustürgeschäften, ZRP 1973, 219.
- Bauer, Hartmut*: Subjektive öffentliche Rechte des Staates, DVBl. 1986, 208.
- ders.*: Altes und Neues zur Schutznormtheorie, AöR 113 (1988), 582.
- ders.*: Die Schutznormtheorie im Wandel, in: Heckmann, Dirk / Meßerschmidt, Klaus (Hrsg.), Gegenwartsfragen des Öffentlichen Rechts, Berlin 1988, S. 113.
- Baums, Theodor*: Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Köln 2001.
- ders.*: Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375.
- ders.*: Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), 139.
- Bedkowski, Dorothea / Kocher, Dirk*: Termin der ordentlichen Hauptversammlung nach EHUG und TUG, AG 2007, 341.
- Beiersdorf, Kati / Buchheim, Regine*: Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie: Ausweitung der Publizitätspflichten, BB 2006, 1674.
- dies. / dies.*: Verabschiedung des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie (TUG) – Update zu BB 2006, 1674 ff., BB 2007, 99.
- Beljin, Saša*: Die Zusammenhänge zwischen dem Vorrang, den Instituten der innerstaatlichen Beachtlichkeit und der Durchführung des Gemeinschaftsrechts, EuR 2002, 351.

ders.: EG-Recht in der Fallbearbeitung, JuS 2002, 987.

Benda, Ernst: Der soziale Rechtsstaat, in: Benda, Ernst / Maihofer, Werner / Vogel, Hans-Jochen (Hrsg.), Handbuch des Verfassungsrechts, 2. Auflage, Berlin New York 1995, S. 719.

Berger, Axel: Was der DPR aufgefallen ist: Ermessensspielraum und die Bilanzierung von latenten Steuern auf Verlustvorträge, DB 2006, 2473.

Bergh, Roger van den / Lehmann, Michael: Informationsökonomie und Verbraucherschutz im Wettbewerbs- und Warenzeichenrecht, GRUR Int. 1992, 588.

Bergmann, Mario / Drees, Susanne: Das neue Insiderstrafrecht des WpHG und seine Durchsetzbarkeit in der Praxis, StraFo 2005, 364.

Bernhardt, Rudolf: Zur Anfechtung von Verwaltungsakten durch Dritte, JZ 1963, 302.

Bethge, Herbert: Die Grundrechtssicherung im föderativen Bereich, AöR 110 (1985), 169.

ders.: Aktuelle Probleme der Grundrechtsdogmatik, Der Staat 24 (1985), 351-

Bewilogua, Robert: Der Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht, Diss., Berlin 2005.

Bieback, Karl-Jürgen: Sicherheit im Sozialstaat, KJ 1998, 162.

Binder, Jens-Hinrich: Staatshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht gegenüber Bankeinlegern?, WM 2005, 1781.

ders. / Broichhausen, Thomas N.: Entwicklungslinien und Perspektiven des Europäischen Kapitalmarktrechts, ZBB 2006, 85.

Bleckmann, Albert: Der allgemeine Gleichheitssatz beim Zusammenwirken des Europäischen Gemeinschaftsrechts mit dem nationalen Recht, NJW 1985, 2856.

ders.: Neue Aspekte der Drittwirkung der Grundrechte, DVBl. 1988, 938.

Bleibaum, Ernst: Die Rechtsprechung des BGH zur Staatshaftung im Bereich der Bankenaufsicht, Diss., Würzburg 1982.

Blumenwitz, Dieter: Rechtsprobleme im Zusammenhang mit der Angleichung von Rechtsvorschriften auf dem Gebiet des Niederlassungsrechts der freien Berufe, NJW 1989, 621.

Bothe, Michael: Die Entscheidung zwischen öffentlich-rechtlich geschützten Positionen Privater durch Verwaltung und Gericht, JZ 1975, 399.

Böckenförde, Ernst-Wolfgang: Grundrechtstheorie und Grundrechtsinterpretation, NJW 1974, 1529.

ders.: Grundrechtsgeltung gegenüber Trägern gesellschaftlicher Macht?, in: Posser, Diether / Wassermann, Rudolf (Hrsg.), Freiheit in der sozialen Demokratie, Karlsruhe 1975, S. 77.

Böhm, Monika: Voraussetzungen einer Staatshaftung bei Verstößen gegen primäres Gemeinschaftsrecht, JZ 1997, 53.

Böttger, Christian: Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Düsseldorf 2006.

Bosse, Christian: Wesentliche Neuerungen ab 2007 aufgrund des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz für börsennotierte Unternehmen, DB 2007, 39.

Brandt, Kerstin: Der Europäische Gerichtshof (EuGH) und das Europäische Gericht erster Instanz (EuG) – Aufbau, Funktionen und Befugnisse, JuS 1994, 300.

Brechmann, Winfried: Die richtlinienkonforme Auslegung, Diss., München 1994.

Brendle, Armin: Amtshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht?, Darmstadt 1987.

Breuer, Rüdiger: Baurechtlicher Nachbarschutz, DVBl. 1983, 431.

ders.: Ausbau des Individualschutzes gegen Umweltbelastungen als Aufgabe des öffentlichen Rechts, DVBl. 1986, 849.

Breustedt, Hannes: Zahlt sie, oder zahlt sie nicht?, Die Zeit v. 21.8.2008, S. 28.

Brockhausen, Jürgen: Kapitalmarktaufsicht in Selbstverwaltung, WM 1997, 1924.

Bröcker, Klaus T.: Grenzen staatlicher Verschuldung im System des Verfassungsstaats, Diss., Baden-Baden 1997.



*Bröhmer, Jürgen:* Die Weiterentwicklung des europäischen Staatshaftungsrechts – EuGH, EuGRZ 1996, 144; JuS 1997, 117.

*Brox, Hans / Walker, Wolf-Dietrich:* Besonderes Schuldrecht, 31. Auflage, München 2006.

*Buck-Heeb, Petra:* Kapitalmarktrecht, 1. Auflage, Heidelberg (u.a.) 2006 (zitiert: Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 1. Aufl.).

*dies.:* Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Heidelberg (u.a.) 2007.

*Bühler, Ottmar:* Die subjektiven öffentlichen Rechte und ihr Schutz in der deutschen Verwaltungsrechtsprechung, Berlin 1914.

*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:* Jahresbericht 2002, Teil B, veröffentlicht unter [http://www.bafin.de/jahresbericht/jb02\\_TeilB.pdf](http://www.bafin.de/jahresbericht/jb02_TeilB.pdf) (14.1.2008, 09:30 Uhr).

*dies.:* Jahresbericht 2005, Kapitel VI, veröffentlicht unter [http://www.bafin.de/jahresbericht/2005/kapitel\\_VI.pdf](http://www.bafin.de/jahresbericht/2005/kapitel_VI.pdf) (14.1.2008, 10:00 Uhr).

*dies.:* Jahresbericht 2006, Kapitel VII, veröffentlicht unter [http://www.bafin.de/jahresbericht/2006/kapitel\\_VII.pdf](http://www.bafin.de/jahresbericht/2006/kapitel_VII.pdf) (14.1.2008, 10:00 Uhr).

*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel:* Jahresbericht 2001, veröffentlicht unter [www.bafin.de/jahresbericht/jb01\\_wa.pdf](http://www.bafin.de/jahresbericht/jb01_wa.pdf) (14.1.2008; 09:30 Uhr).

*Buttlar, Julia von:* Directors' Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie, BB 2003, 2133.

*Cahn, Andreas:* Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener, ZHR 167 (2003), 262.

*Callies, Christian:* Feinstaub im Rechtsschutz deutscher Verwaltungsgerichte, NVwZ 2006, 1.

*ders. / Ruffert, Matthias (Hrsg.):* EUV, EGV, Kommentar, 3. Auflage, München 2007 (zitiert: Callies/Ruffert, EUV/EGV).

*Canaris, Claus-Wilhelm:* Grundrechte und Privatrecht, AcP 184 (1984), 201.

*ders.:* Grundrechtswirkungen und Verhältnismäßigkeitsprinzip in der richterlichen Anwendung und Fortbildung des Privatrechts, JuS 1989, 161.

*ders.:* Grundrechte und Privatrecht, Berlin New York 1999.

*ders.:* Die richtlinienkonforme Auslegung und Rechtsfortbildung im System der juristischen Methodenlehre, in: Im Dienste der Gerechtigkeit, Festschrift für Franz Bydlinski zum 70. Geburtstag, Wien 2002, S. 47 (zitiert: Canaris, FS Bydlinski).

*Cioffi, John W. / Höpner, Martin:* Das parteipolitische Paradox des Finanzmarktkapitalismus, Politische Vierteljahresschrift 47 (2006), 419.

*Claussen, Carsten Peter:* Bank- und Börsenrecht, 3. Auflage, München 2003.

*ders. / Florian, Ulrich:* Der Emittentenleitfaden, AG 2005, 745.

*Cornils, Matthias:* Der gemeinschaftsrechtliche Staatshaftungsanspruch, Diss., Baden-Baden 1995.

*Cremer, Hans-Joachim:* Staatshaftung für den Verlust von Bankeinlagen – LG Bonn, NJW 2000, 815, JuS 2001, 643.

*Dänzer-Vanotti,* Unzulässige Rechtsfortbildung des Europäischen Gerichtshofs, RIW 1992, 733.

*Danwitz, Thomas von:* Verwaltungsrechtliches System und Europäische Integration, Tübingen 1996.

*ders.:* Zur Grundlegung einer Theorie der subjektiv-öffentlichen Gemeinschaftsrechte, DÖV 1996, 481.

*ders.:* Die gemeinschaftsrechtliche Staatshaftung der Mitgliedstaaten, DVBl. 1997, 1.

*ders.:* Zu Funktion und Bedeutung der Rechtsverhältnislehre, Die Verwaltung 30 (1997), 339.

*ders.*: Anmerkung zu BGH, JZ 2005, 724 ff., JZ 2005, 729.

*Dauner-Lieb, Barbara*: Verbraucherschutz durch Ausbildung eines Sonderprivatrechts für Verbraucher, Diss., Berlin 1983.

*Deckert, Martina R.*: Zur Haftung des Mitgliedstaates bei Verstößen seiner Organe gegen europäisches Gemeinschaftsrecht, EuR 1997, 203.

*Degenhart, Christoph*: Staatsrecht I. Staatsorganisationsrecht, 22. Auflage, Heidelberg 2006.

*Detterbeck, Steffen*: Haftung der Europäischen Gemeinschaft und gemeinschaftsrechtlicher Staatshaftungsanspruch, AöR 125 (2000), 202.

*Deutschmann, Christoph*: Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus, Wiesbaden 2005, S. 58.

*Di Fabio, Udo*: Richtlinienkonformität als ranghöchstes Normauslegungsprinzip?, NJW 1990, 947.

*Diekmann, Hans / Sustmann, Marco*: Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 929.

*Dietlein, Johannes*: Die Lehre von den grundrechtlichen Schutzpflichten, Diss., 2. Auflage, Berlin 2005.

*ders.*: Das Untermaßverbot. Bestandsaufnahme und Entwicklungschancen einer neuen Rechtsfigur, ZG 2005, 131.

*Dörner, Heinrich (u.a.)*: Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar, 5. Auflage, Baden-Baden 2007 (zitiert: Dörner u.a., BGB).

*Dolderer, Michael*: Objektive Grundrechtsgehalte, Berlin 2000.

*Dolzer, Rudolf / Vogel, Klaus / Graßhof, Karin (Hrsg.)*: Bonner Kommentar zum Grundgesetz, Heidelberg, Loseblattsammlung, Stand: Februar 2007 (zitiert: Bonner Kommentar zum GG).

*Dreier, Horst (Hrsg.)*: Grundgesetz. Kommentar, 2. Auflage, Tübingen 2004 (zitiert: Dreier, GG).

*Dünchheim, Thomas*: Verwaltungsprozeßrecht unter europäischem Einfluß, Diss. Köln, Berlin 2003.

*Duve, Christian / Basak, Denis*: Welche Zukunft hat die Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, BB 2005, 2645.

*Ebenroth, Carsten Thomas / Boujong, Karlheinz / Joost, Detlev (Hrsg.)*: Handelsgesetzbuch, München 2001 (zitiert: Ebenroth/Boujong/Joost, HGB).

*Ehlers, Dirk*: Die Europäisierung des Verwaltungsprozeßrechts, Köln u.a. 1999.

*ders.*: Die Europäisierung des Verwaltungsprozessrechts, DVBl. 2004, 1441.

*ders.*: Die Weiterentwicklung des Staatshaftungsrechts durch das europäische Gemeinschaftsrecht, JZ 1996, 776 ff.

*Ehricke, Ulrich / Ekkenga, Jens / Oechsler, Jürgen*: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Kommentar, München 2003 (zitiert: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG).

*Ellenberger, Jürgen*: Die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zu Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Anlageberatung, WM 2001, Sonderbeilage Nr. 1.

*Engert, Andreas*: Hedgefonds als aktivistische Aktionäre, ZIP 2006, 2105 ff.

*Epiney, Astrid*: Primär- und Sekundärrechtsschutz im Öffentlichen Recht, VVDStRL 61 (2001), 362.

*dies.*: Umgekehrte Diskriminierungen, Köln u.a. 1995.

*Everling, Ulrich*: Francovich – Zweite Runde, EuZW 1995, 33.

*Fama, Eugene*: Efficient Capital Markets: II, J. Fin. 46 (1991), 1575.

*Fastenrath, Ulrich*: Inländerdiskriminierung, JZ 1987, 170.

*Finger, Thorsten*: Der Zugang zur deutschen Verwaltungsgerichtsbarkeit unter

gemeinschaftsrechtlichem Einfluss, JA 2005, 228.

*Finnerty, John D.*: Insiders and Market Efficiency, 31 J. Bus. (1976), 1141.

*Fischer, Kai*: Die Zulässigkeit aufgedrängten staatlichen Schutzes vor Selbstschädigung, Diss., Frankfurt a.M. (u.a.) 1997.

*Fleischer, Holger*: Informationsasymetrie im Vertragsrecht, München 2001.

*ders.*: Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, BB 2002, 1869.

*ders.*: Prospektpflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 339.

*ders.*: Der deutsche „Bilanzeit“ nach § 264 Abs. 2 S. 3 HGB, ZIP 2007, 97.

*Förster, Hans / Grundei, Albrecht H. (Mitbegr.)*: Bauordnung für Berlin, Kommentar, 5. Auflage, Braunschweig Wiesbaden 1999.

*Forsthoff, Ernst*: Zur Problematik der Verfassungsauslegung, Stuttgart 1961.

*ders.*: Zur heutigen Situation einer Verfassungslehre, in: Epirrhosis, Festgabe für Carl Schmitt, Berlin 1968, S. 185 (zitiert: Forsthoff, Festgabe Carl Schmitt).

*ders.*: Der Staat in der Industriegesellschaft, 2. Auflage, München 1971.

*Frenz, Walter*: Subjektiv-öffentliche Rechte aus Gemeinschaftsrecht vor deutschen Verwaltungsgerichten, DVBl. 1995, 408.

*Gahlen, Dieter / Schäfer, Andreas*: Bekanntmachung von fehlerhaften Rechnungslegungen im Rahmen des Enforcementverfahrens: Ritterschlag oder Pranger?, BB 2006, 1619.

*Gampp, Markus / Hebler, Timo*: Grundrechtsschutz vor Selbstgefährdung, BayVBl. 2004, 257.

*Gelhausen, Hans Friedrich / Hönsch, Henning*: Das neue Enforcement-Verfahren für Jahres- und Konzernabschlüsse, AG 2005, 511.

*Geibel, Stephan / Süßmann, Rainer (Hrsg.)*: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar, München 2002 (zitiert: Geibel/Süßmann, WpÜG).

*Geiger, Jutta*: Der gemeinschaftsrechtliche Grundsatz der Staatshaftung, Diss., Baden-Baden 1997.

*Gilson, Ronald J. / Kraakman, Reinier H.*: The mechanics of market efficiency, 70 Va. L. Rev. (1984), 549.

*Goerlich, Helmut*: Wertordnung und Grundgesetz, Baden-Baden 1973.

*Götz, Volkmar*: Anmerkung zu EuGH, Urteil v. 10.3.1994, Rs. C-132/9 – Steen II, JZ 1994, 1061.

*ders.*: Europarechtliche Vorgaben für das Verwaltungsprozessrecht, DVBl. 2002, 1.

*Gratias, Matthias*: Staatshaftung für fehlerhafte Banken- und Versicherungsaufsicht im Europäischen Binnenmarkt, Diss., Baden-Baden 1999.

*Gröschner, Ralf*: Das Überwachungsrechtsverhältnis, Tübingen 1992.

*ders.*: Vom Nutzen des Verwaltungsrechtsverhältnisses, Die Verwaltung 30 (1997), 301.

*Grohmann, Uwe*: Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht, Diss., Berlin 2006.

*Gros, Stefan E.*: Enforcement der Rechnungslegung, DStR 2006, 246.

*Groß, Wolfgang*: Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc-Publizität, WM 2002, 477.

*ders.*: Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München 2006.

*Grundmann, Stefan*: Privatautonomie im Binnenmarkt, JZ 2000, 1133.

*Gundel, Jörg*: Die Bestimmung des richtigen Anspruchsgegners der Staatshaftung für Verstöße gegen Gemeinschaftsrecht, DVBl. 2001, 95.

*ders.*: Die Inländerdiskriminierung zwischen Verfassungs- und Europarecht: Neue Ansätze in der deutschen Rechtsprechung, DVBl. 2007, 269.

*Gundlach, Ulf*: Die Insolvenzfähigkeit juristischer Personen und Vermögen des öffentlichen Rechts, DÖV 1999, 815.

*ders. / Frenzel, Volkhard / Schmidt, Nikolaus*: Die Insolvenzunfähigkeit nach der InsO, NZI 2000, 561.

*Habscheid, Edgar J.*: Staatshaftung für fehlsame Bankenaufsicht?, Diss., Bielefeld 1988.

*Häberle, Peter*: Die Wesengehaltsgarantie des Art. 19 Abs. 2 GG, 3. Auflage, Karlsruhe 1983.

*Hafke, Heinz Christian*: „Wetterstein“-Urteil und Bankenaufsicht, ZgKW 1979, 626.

*Hagemeister, Hans-Otto*: Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, WM 2002, 1773.

*Hagen-Eck, Regine / Wirsch, Stefan*: Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG, DB 2007, 504.

*Hahn, Hugo / Bleibaum, Ernst*: Bankenaufsicht und Staatshaftung, in: Hahn, Hugo (Hrsg.), Institutionen des Währungswesens, Baden- Baden 1983, S. 105.

*Hahn, Stefan*: Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, Diss., Frankfurt a.M. 2004.

*Hailbronner, Kay / Jochum, Georg*: Europarecht I, Stuttgart 2005.

*Hain, Karl-Eberhard*: Der Gesetzgeber in der Klemme zwischen Übermaß- und Untermaßverbot?, DVBl. 1993, 982.

*ders.*: Das Untermaßverbot in der Kontroverse, ZG 1996, 75.

*Halfmann, Ralf*: Entwicklungen des Verwaltungsrechtsschutzes in Deutschland, Frankreich und Europa, VerwArch 91 (2000), 74.

*Hart, Dieter / Köck, Wolfgang*: Zum Stand der Verbraucherrechtsentwicklung, ZRP 1991, 61.

*Hatje, Armin*: Die Haftung der Mitgliedstaaten bei Verstößen des Gesetzgebers gegen europäisches Gemeinschaftsrecht, EuR 1997, 297.

*Heintschel von Heinegg, Wolff / Pallas, Nadine*: Grundrechte, Neuwied Kriftel 2001.

*Heldt, Cordula / Ziemann, Sascha*: Sarbanes Oxley in Deutschland? Zur geplanten Einführung eines strafbewehrten „Bilanzzeichens“ nach dem Regierungsentwurf eines Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes, NZG 2006, 652.

*Hellgardt, Alexander*: Fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen als strafbare Marktmanipulation, ZIP 2005, 2000.

*Henke, Wilhelm*: Das subjektive Recht im System des öffentlichen Rechts, DÖV 1980, 621.

*ders.*: Das subjektive öffentliche Recht, Tübingen 1968.

*Hennrichs, Joachim*: Fehlerhafte Bilanzen, Enforcement und Aktienrecht, ZHR 168 (2004), 383.

*Henrichs, Christoph*: Haftung der EG-Mitgliedstaaten für Verletzung von Gemeinschaftsrecht, Diss., Baden-Baden 1995.

*Herdegen, Matthias*: Europarecht, 8. Auflage, München 2006.

*ders. / Rensmann, Thilo*: Die neuen Konturen der gemeinschaftrechtlichen Staatshaftung, ZHR 161 (1997), 522.

*Hermes, Georg*: Das Grundrecht auf Schutz von Leben und Gesundheit, Diss., Heidelberg 1987.

*ders.*: Grundrechtsschutz durch Privatrecht auf neuer Grundlage, NJW 1990, 1764.

*Heß, Burkhard*: Anmerkung zu EuGH, Urteil v. 14.7.1994, C-91/92 – Paola Faccini Dori, JZ 1995, 149.

*ders.*: Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz – eine kritische Bestandsaufnahme, WM 2004, 2329.

*ders.*: Musterverfahren im Kapitalmarktrecht, ZIP 2005, 1713.

*Hickel, Rudolf*: Keynes und der Kasinokapitalismus, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 5/2008, 105.

*Hillgruber, Christian*: Der Schutz des Menschen vor sich selbst, Diss., München 1992.

*Hirte, Heribert / von Bülow, Christoph (Hrsg.)*: Kölner Kommentar zum WpÜG, Köln u.a. 2003 (zitiert: Hirte/ v. Bülow, Kölner Kommentar, WpÜG).

*Hobe, Stephan*: Europarecht, 3. Auflage, Köln Berlin München 2006.

*Höpner, Martin*: Wer beherrscht die Unternehmen?, Frankfurt a. M. 2003.

*ders. / Krempel, Lothar*: The politics of German Company Network, Competition and Change 8 (2004), 339.

*Hörstel, Reinhard*: Staatshaftung wegen nachlässiger Verfolgung von Straftätern durch Polizisten, Staatsanwälte und Richter, *MDR* 1994, 633.

*Holzborn, Timo / Foelsch, Eberhard*: Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, *NJW* 2003, 932.

*Holzborn, Timo / Israel, Alexander*: Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen auf die Praxis, *WM* 2004, 1948.

*ders. / ders.*: Das neue Wertpapierprospektrecht, *ZIP* 2005, 1668.

*Hommelhoff, Peter / Mattheus, Daniela*: BB-Gesetzgebungsreport: Verlässliche Rechnungslegung – Enforcement nach dem geplanten Bilanzkontrollgesetz, *BB* 2004, 93.

*Hoppe, Werner / Bönker, Christian / Grotefels, Susan*: Öffentliches Baurecht, 3. Auflage, München 2004.

*Hopt, Klaus*: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, *ZHR* 141 (1977), 389.

*ders.*: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, *ZHR* 159 (1995), 135.

*Horn, Norbert*: Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, *ZBB* 1997, 139.

*Huber, Peter M.*: Konkurrenzschutz im Verwaltungsrecht, Tübingen 1991.

*ders.*: Die Europäisierung des verwaltungsgerichtlichen Rechtsschutzes, *BayVBl.* 2001, 577.

*Hüffer, Uwe*: Aktiengesetz, 7. Auflage, München 2006.

*Huffscheid, Jörg*: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, 2. Auflage, Hamburg 2002.

*ders.*: From Finance for Investment to Financial Investment, veröffentlicht unter [http://www.boeckler.de/pdf/v\\_2007\\_10\\_26\\_huffscheid.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2007_10_26_huffscheid.pdf) (12.11.07, 14:40 Uhr).

*Hutter, Stephan / Kaulamo, Katja*: Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderungen der anlassabhängigen Publizität, *NJW* 2007, 471.

*ders. / dies.*: Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderungen der Regelpublizität und das neue Veröffentlichungsregime für Kapitalmarktinformationen, *NJW* 2007, 550.

*Ihrig, Hans-Christopher*: Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht, *ZHR* 167 (2003), 315.

*Isensee, Josef*: Das Grundrecht als Abwehrrecht und als staatliche Schutzpflicht, in: Isensee, Josef / Kirchhof, Paul (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrecht*, Band V, Heidelberg 1992, S. 143.

*ders.*: Vertragsfreiheit im Griff der Grundrechte, in: *Festschrift für Bernhard Großfeld zum 65. Geburtstag*, Heidelberg 1999, S. 485 (zitiert: Isensee, FS Großfeld).

*Jaekel, Liv*: Schutzpflichten im deutschen und europäischem Recht, Diss., Baden-Baden 2000.

*Jäger, Stefan*: Wer soll das bezahlen?, *Die Zeit* v. 7.9.2006, S. 37.

*Jaffe, Jeffrey F.*: Special Information and Insider Trading, 47 *J. Bus.* (1974), 410.

*Jahn, Joachim*: Verhaltene Schritte zu größerer Bilanzwahrheit, *ZRP* 2004, 68.

*Jarass, Hans D.*: Grundrechte als Wertentscheidungen bzw. objektiv-rechtliche Prinzipien in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, AöR 110 (1985), 363.

*ders.*: Richtlinienkonforme bzw. EG-rechtskonforme Auslegung nationalen Rechts, EuR 1991, 211.

*ders.*: Haftung für die Verletzung von EU-Recht durch nationale Organe und Amtsträger, NJW 1994, 881.

*ders.*: Bundes-Immissionsschutzgesetz, Kommentar, 6. Auflage, München 2005.

*ders. / Beljin, Saša*: Unmittelbare Anwendung des EG-Rechts und EG-rechtskonforme Auslegung, JZ 2003, 768.

*ders. / Pieroth, Bodo*: Grundgesetz, Kommentar, 8. Auflage, München 2006 (zitiert: Jarass/Pieroth, GG).

*Jeder, Petra*: Die Meisterprüfung auf dem Prüfstand, Pfaffenweiler 1992.

*Jürgens, Ulrich / Rupp, Joachim / Vitols, Katrin*: Corporate Governance und Shareholder Value in Deutschland, Discussion Paper FS II 02-203, Wissenschaftszentrum für Sozialforschung, Berlin 2000.

*Kadelbach, Stefan*: Allgemeines Verwaltungsrecht unter europäischem Einfluß, Tübingen 1999.

*Kädler, Jürgen / Sperling, Hans Joachim*: Worauf beruht und wie wirkt die Herrschaft der Finanzmärkte auf der Ebene von Unternehmen?, SOFI-Mitteilungen Nr. 29/2001, 23.

*Kämpfer, Georg*: Enforcement-Verfahren und Abschlussprüfer, BB Beilage 3/2005, 13.

*Kaiser, Andreas*: Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557.

*Kamp, Lothar / Krieger, Alexandra*: Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung 2005, veröffentlicht unter [www.boeckler.de/pdf/mbf\\_investgesellschaft\\_2005.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_investgesellschaft_2005.pdf) (14.11.2007, 15:44 Uhr).

*Kasten, Roman A.*: Das neue Kundenbild des § 31a WpHG – Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, BKR 2007, 261.

*Kaune, Clemens R. / Oulds, Mark K.*: Das neue Investmentgesetz, ZBB 2004, 114.

*Kayser, Alfred / Leiß, Ludwig*: Die Amtshaftung, 2. Auflage, München 1958.

*Kiethe, Kurt*: Persönliche Haftung von Organen der AG und der GmbH – Risikovermeidung durch D&O-Versicherung?, BB 2003, 537.

*ders.*: Persönliche Organhaftung für Falschinformation des Kapitalmarkts – Anlegerschutz durch Systembruch?, DStR 2003, 1982.

*ders.*: Die Renaissance des § 826 BGB im Gesellschaftsrecht, NZG 2005, 333.

*Kind, Sandra*: Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtegesetz, Diss., Berlin 1998.

*Kingreen, Thorsten / Störmer, Rainer*: Die subjektiv-öffentlichen Rechte des primären Gemeinschaftsrechts, EuR 1998, 263.

*Kirchhof, Hans-Peter / Lwowski, Hans-Jürgen / Stürner, Rolf (Hrsg.)*: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, München 2001 (zitiert: Münchener Kommentar, InsO).

*Kirchmann, Julius von*: Die Wertlosigkeit der Jurisprudenz als Wissenschaft. Ein Vortrag gehalten in der Juristischen Gesellschaft zu Berlin 1848.

*Klanten, Thomas*: Kurzkommentar zu OLG Düsseldorf, Urt. v. 28.1.2004 – I-15 U 219/02 – ZIP 2004, 1194, EWIR 2004, 1217.

*Kleier, Ulrich F.*: Freier Warenverkehr (Art. 30 EWG-Vertrag) und die Diskriminierung inländischer Erzeugnisse, RIW 1988, 623.

*Klein, Hans D.*: Die grundrechtliche Schutzpflicht, DVBl. 1994, 489.

*Klein, Eckart*: Grundrechtliche Schutzpflichten des Staates, NJW 1989, 1633.

*ders.*: Objektive Wirkung von Richtlinien, in: Festschrift für Ulrich Everling zum 70.

Geburtstag, Baden-Baden 1995, S. 641 (zitiert: Klein, FS Everling).

*Koch, Hans-Joachim / Scheuing, Dieter H. / Pache, Eckhard (Hrsg.):* Gemeinschaftskommentar zum Bundes-Immissionsschutzgesetz, Düsseldorf, Loseblattsammlung, Stand: Dezember 2006.

*Koch, Stefan:* Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267.

*Köndgen, Johannes:* Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde?, ZBB 1996, 361.

*König, Doris:* Das Problem der Inländerdiskriminierung – Abschied von Reinheitsgebot, Nachtbackverbot und Meisterprüfung?, AöR 118 (1993), 591.

*Kokott, Juliane:* Europäisierung des Verwaltungsprozessrechts, Die Verwaltung 31 (1998), 335.

*Koller, Ingo:* Zu den Grenzen des Anlegerschutzes bei Interessenkonflikten, ZBB 2007, 197.

*Kreft, Burghard:* Die Auslegung europäischen oder die Anwendung nationalen Rechts, RdA 2006, Sonderbeilage Heft 6, 38.

*Krings, Günter:* Grund und Grenzen grundrechtlicher Schutzansprüche, Diss., Berlin 2003.

*Kühl, Stefan:* Exit. Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert, Frankfurt a.M. 2003.

*Kümpel, Siegfried:* Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung, WM 1994, 229.

*ders.:* Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004.

*ders. / Ott, Claus:* Kapitalmarktrecht, Berlin, Loseblatt-Sammlung, Stand: 2/01.

*Kümpel, Siegfried / Veil, Rüdiger:* Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, Berlin 2006.

*Kumpan, Christoph:* Transparenz als Mittel der Kapitalmarktregulierung, WM 2006, 797.

*ders. / Hellgardt, Alexander:* Haftung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Umsetzung der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), DB 2006, 1714.

*Kunold, Uta / Schlitt, Michael:* Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, 501.

*Kuthe, Thorsten:* Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883.

*Krüger, Herbert:* Allgemeine Staatslehre, 2. Auflage, Stuttgart 1966.

*Landmann, Robert von / Rohmer, Gustav (Begr.):* Umweltrecht, Band 1, Bundesimmissionsschutzgesetz, Kommentar, München, Loseblattsammlung, Stand: 1. Dezember 2006.

*Langevoort, Donald C.:* Insider trading: regulation, enforcement, and preventing, New York, Loseblattsammlung, Stand: April 2006.

*Langner, Thomas:* Die Problematik der Geltung der Grundrechte zwischen Privaten, Diss., Frankfurt a.M. 1998.

*Larenz, Karl:* Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 2. Auflage, Berlin (u.a.) 1992.

*Leisch, Clemens:* Vorstandshaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – ein höchststrichterlicher Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, ZIP 2004, 1573.

*Lerche, Peter:* Amtshaftung und enteignungsgleicher Eingriff, JuS 1961, 237.

*Littwin, Frank:* Grundrechtsschutz gegen sich selbst, Diss., Frankfurt a. M. (u.a.) 1993.

*Livonius, Hilger von:* Investmentrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland, WM 2004, 60.

*Look, Frank van:* Bankrechtstag 1995 der Bankrechtlichen Vereinigung e.V. am 30. Juni 1995 in Berlin, ZBB 1995, 307.

*Macey, Jonathan R.:* Insider trading – economics, politics, and policy, Washington D.C.

1991.

*Maier-Reimer, Georg / Webering, Anabel*: Ad hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung, WM 2002, 1857.

*Mangoldt, Hermann von / Klein, Friedrich*: Das Bonner Grundgesetz, 2. Auflage, Berlin 1964.

*ders. / ders. / Starck, Christian*: Kommentar zum Grundgesetz, Band 1, 5. Auflage, München 2005 (zitiert: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG).

*Manne, Henry G.*: Insider trading and the Stock market, New York 1966.

*Mannsen, Gerrit*: Staatsrecht II, Grundrechte, 4. Auflage, München 2005.

*Manow, Philip*: Globalisierung, „Corporate Finance“ und koordinierter Kapitalismus, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus, Wiesbaden 2005, S. 242.

*Marx, Karl*: Das Kapital – Kritik der politischen Ökonomie, Dritter Band, Berlin (Ost) 1969.

*Masing, Johannes*: Die Mobilisierung des Bürgers für die Durchsetzung des Rechts, Berlin 1997.

*Maunz, Theodor / Dürig, Günter*: Grundgesetz. Kommentar, München, Loseblattsammlung, Stand: Juni 2006 (zitiert: Maunz/Dürig, GG).

*Maurer, Hartmut*: Staatsrecht I, 4. Auflage, München 2005.

*Meier, Gert*: Zur Schadensersatzpflicht der Bundesrepublik Deutschland für Verstöße gegen Gemeinschaftsrecht – ein Leitfaden für Zivilgerichte, NVwZ 1996, 660.

*Menz, Wolfgang / Becker, Steffen / Sablowski*: Shareholder Value gegen Belegschaftsinteressen, Hamburg 1999.

*Merkt, Hanno/Rossbach, Oliver*: Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 217.

*Michael, Lothar*: Die drei Argumentationsstrukturen des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit – Zur Dogmatik des Über- und Untermaßverbotes und der Gleichheitssätze, JuS 2001, 148.

*Möllers, Thomas M. J.*: Doppelte Rechtsfortbildung contra legem?, EuR 1998, 20.

*ders.*: Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, 75.

*ders.*: Fehlerhafte Finanzanalysen – Die Konkretisierung inhaltlicher Standards, BKR 2007, 349.

*ders. / Weichert, Tilman / Wenninger, Thomas*: Öffentliche Stellungnahme zum Gesetzgebungsverfahren des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes, veröffentlicht unter [www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/FRUG/finanzmarkt](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/FRUG/finanzmarkt) (11.10.2007; 10:15 Uhr).

*ders. / Hirte, Heribert (Hrsg.)*: Kölner Kommentar zum WpHG, Köln u.a. 2007 (zitiert: Möllers/Hirte, KölnKomm WpHG).

*ders. / Leisch, Clemens*: Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen nach § 826 BGB, WM 2001, 1648.

*Mörtl, Markus*: Probleme der verfassungsprozessualen Geltendmachung gesetzgeberischer Schutzpflichten, DÖV 1998, 1029.

*Mülbert, Peter O. / Schneider, Uwe H.*: Der außervertragliche Abfindungsanspruch im Recht der Pflichtangebote, WM 2003, 2301.

*Mülbert, Peter O. / Steup, Steffen*: Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität, WM 2005, 1633.

*Müller, Robert / Oulds, Mark K.*: Transparenz im europäischen Fremdkapitalmarkt, WM 2007, 573.

*Münch, Ingo von*: Grundrechtsschutz gegen sich selbst?, in: Hamburg Deutschland Europa, Festschrift für Hans Peter Ipsen zum 70. Geburtstag, Tübingen 1977, S. 113 (zitiert: v. Münch, FS Ipsen).

*ders. / Kunig, Philip (Hrsg.)*: Grundgesetz. Kommentar, 5. Auflage, München 2000 (zitiert: v. Münch/Kunig, GG).



*Münch, Richard / Guenther, Tina:* Der Markt in der Organisation, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus, Wiesbaden 2005, S. 394.

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 3. Auflage, München 1997 (zitiert: Münchener Kommentar, BGB).

*Murswiek, Dietrich:* Die staatliche Verantwortung für die Risiken der Technik, Berlin 1985.

*Nettesheim, Martin:* Auslegung und Fortbildung nationalen Rechts im Lichte des Gemeinschaftsrechts, AöR 119 (1994), 261.

*Neumann, Volker:* Sozialstaatsprinzip und Grundrechtsdogmatik, DVBl. 1997, 92.

*Nicolaysen, Gert:* Keine Staatshaftung für die Bankenaufsicht?, in: Gedächtnisschrift für Wolfgang Martens, Berlin, 1987, S. 663 (zitiert: Nicolaysen, GS Martens).

*ders.:* Inländerdiskriminierung im Warenverkehr, EuR 1991, 95.

*Nießen, Tobias:* Die Harmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzregeln durch das TUG, NZG 2007, 41.

*Niethammer, Thomas:* Die Ziele der Bankenaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland, Diss., Berlin 1990.

*Nipperdey, Hans-Carl:* Grundrechte und Privatrecht, Krefeld 1961.

*Noack, Ulrich:* Neue Publizitätspflichten und Publizitätsmedien für Unternehmen, WM 2007, 377.

*Nüßgens, Karl:* Ausschluss der Staatshaftung kraft Amtshaftung, in: Festschrift für Konrad Gelzer zum 75. Geburtstag, Düsseldorf 1991, S. 293 (zitiert: Nüßgens, FS Gelzer).

*Oertzen, Hans Joachim von:* Zur Zulässigkeit der Aufsichtsklage nach der Verwaltungsgerichtsordnung, DVBl. 1961, 650.

*Ogger, Günter:* Der Börsenschwindel, 3. Auflage, München 2001.

*Oppermann, Thomas:* Europarecht, 3. Auflage, München 2005.

*Ossenbühl, Fritz:* Der gemeinschaftsrechtliche Staatshaftungsanspruch, DVBl. 1992, 993.

*ders.:* Staatshaftungsrecht, 5. Auflage, München 1998.

*Papier, Hans-Jürgen:* Wirtschaftsaufsicht und Staatshaftung – BGHZ 74, 144 und BGH, NJW 1979, 1879, JuS 1980, 265.

*ders.:* Die überörtliche Anwaltssozietät aus der Sicht des Verfassungs- und Gemeinschaftsrecht, JZ 1990, 253.

*Peemöller, Volker H. / Hofman, Stefan:* Bilanzskandale – Delikte und Gegenmaßnahmen, Berlin 2005.

*Pfab, Susanne:* Staatshaftung in Deutschland, Diss., München 1997.

*Pielow, Johann-Christian:* Neuere Entwicklungen beim „prinzipalen“ Rechtsschutz gegenüber untergesetzlichen Normen, Die Verwaltung 32 (1999), 445.

*Pieroth, Bodo / Schlink, Bernhard:* Grundrechte, Staatsrecht II, 22. Auflage, Heidelberg 2006.

*ders. / ders. / Kniesel, Michael:* Polizei- und Ordnungsrecht, 2. Auflage, München 2004.

*Pietzcker, Jost:* Das Verwaltungsrechtsverhältnis – Archimedischer Punkt oder Münchhausens Zopf?, Die Verwaltung 30 (1997), 281.

*Pirner, Barbara / Leberherz, Axel:* Wie nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz publiziert werden muss, AG 2007, 19.

*Pröbbs, Erich R.:* Versicherungsaufsichtsgesetz, 12. Auflage, München 2005.

*Ramsauer, Ulrich:* Die Rolle der Grundrechte im System der subjektiven öffentlichen Rechte, AöR 111 (1986), 501.

*Reich, Norbert:* Der Schutz subjektiver Gemeinschaftsrechte durch Staatshaftung, EuZW 1996, 709.

*ders.:* Informations-, Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagengeschäft unter

besonderer Berücksichtigung des „execution-only-business“ (EOB), WM 1997, 1601.  
*Reichel, Gerhard Hans / Schulte, Bernd H.:* Handbuch Bauordnungsrecht, München 2004.  
*Reiling, Michael:* Zu individuellen Rechten im deutschen Recht und im Gemeinschaftsrecht, Diss., Berlin 2004.  
*Rellermeyer, Klaus:* Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, WM 1995, 1981.  
*Remmert, Barbara:* Die nationale Ausgestaltung richtlinienrechtlich geforderter subjektiver Rechtsstellungen, Verwaltung 29 (1996), 465.  
*Rengeling, Hans-Werner / Middeke, Andreas / Gellermann, Martin (Hrsg.):* Handbuch des Rechtsschutzes in der Europäischen Union, 2. Auflage, München 2003.  
*Rentschler, Ruth:* Artikel 34 GG und die Gesetzgebung, DÖV 1956, 207.  
*Reuschle, Fabian:* Ein neuer Weg zur Bündelung und Durchsetzung gleichgerichteter Ansprüche – Zum Entwurf eines Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG), WM 2004, 2334.  
*Richter, Karl:* Der Ausschluß der Staatshaftung nach Art. 34 GG, Diss., Augsburg 1968.  
*Robbers, Gerhard:* Sicherheit als Menschenrecht, Baden-Baden 1987.  
*Rodewlad, Jörg / Unger, Ulrike:* Zusätzliche Transparenz für die europäischen Kapitalmärkte, BB 2006, 1917.  
*Rössner, Michael-Christian / Bolkart, Johannes:* Schadensersatz bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP 2002, 1471.  
*Ross, Stephan A. / Westerfield, Randolph W. / Jaffe, Jeffrey F.:* Corporate Finance, 4. Auflage, Chicago 1996.  
*Rüffler, Friedrich:* Richtlinienkonforme Auslegung nationalen Rechts, ÖJZ 1997, 121.  
*Rützel, Stefan:* Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen, AG 2003, 69.  
*Ruffert, Matthias:* Subjektive Rechte im Umweltrecht der Europäischen Gemeinschaft, Diss., Heidelberg 1996.  
*ders.:* Dogmatik und Praxis des subjektiv-öffentlichen Rechts unter dem Einfluß des Gemeinschaftsrechts, DVBl. 1998, 69.  
*ders.:* Vorrang der Verfassung und Eigenständigkeit des Privatrechts, Tübingen 2001.  
*Ruthig, Josef:* Transformiertes Gemeinschaftsrecht und die Klagebefugnis des § 42 Abs. 2 VwGO, BayVBl. 1997, 289.  
*Sachs, Michael (Hrsg.):* Grundgesetz, Kommentar, 4. Auflage, München 2007 (zitiert: Sachs, GG).  
*Saenger, Ingo:* Staatshaftung wegen Verletzung europäischen Gemeinschaftsrechts, JuS 1997, 865.  
*Schäfer, Frank (Hrsg.):* Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, Stuttgart (u.a.) 1999.  
*Sailer, Christian:* Naturschutz ohne Rechtsschutz?, NuR 1987, 207.  
*Schäfer, Carsten:* Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformationen des Kapitalmarkts?, NZG 2005, 985.  
*Scheffler, Eberhard:* Auslegungs- und Ermessensfragen beim Enforcement, BB-Special 4/2006, 2.  
*Schenke, Wolf-Rüdiger:* Schadensersatzansprüche des Versicherungsnehmers bei der Verletzung staatlicher Versicherungsaufsichtspflichten – Zur Frage der Drittgerichtetheit von Versicherungsaufsichtspflichten, in: Recht und Ökonomie der Versicherung, Festschrift für Egon Lorenz zum 60. Geburtstag, Karlsruhe 1994, S. 473 (zitiert: Schenke, FS Lorenz).  
*ders.:* Polizei- und Ordnungsrecht, 4. Auflage, Heidelberg 2005.  
*ders. / Ruthig, Josef:* Amtshaftungsansprüche von Bankkunden bei der Verletzung

staatlicher Bankenaufsichtspflichten, NJW 1994, 2324.

*Scherzberg, Arno*: „Objektiver“ Grundrechtsschutz und subjektives Grundrecht, DVBl. 1989, 1128.

*ders.*: Die innerstaatliche Wirkung von EG-Richtlinien, Jura 1993, 225.

*Schilling, Theodor*: Gleichheitssatz und Inländerdiskriminierung, JZ 1994, 8.

*Schimank, Uwe*: Die Anlagefonds und der Mittelstand: Paul Windolfs und Christoph Deutschmanns Studien über den „Finanzmarkt-Kapitalismus“, Leviathan 2007, 47.

*Schlichter, Otto*: Baurechtlicher Nachbarschutz, NVwZ 1983, 641.

*Schlitt, Michael / Schäfer, Susanne*: Auswirkungen des Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, 498.

*ders. / dies.*: Auswirkungen der Umsetzung der Transparenzrichtlinie und der Finanzmarktrichtlinie auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2007, 227.

*Schmalz, Dieter*: Methodenlehre, 4. Auflage, Baden-Baden 1998.

*Schmidt, Karsten*: Verfolgungspflichten, Verfolgungsrechte und Aktionärsklagen: Ist die Quadratur des Zirkels näher gerückt?, NZG 2005, 796.

*Schmidt-Aßmann, Eberhard*: Verwaltungsverantwortung und Verwaltungsgerichtsbarkeit, VVDStRL 34 (1976), 221.

*ders.*: Deutsches und Europäisches Verwaltungsrecht, DVBl. 1993, 924.

*Schmidt-Preuß, Matthias*: Kollidierende Privatinteressen im Verwaltungsrecht, Berlin 1992.

*Schmitt, Carl*: Die Grundrechte und Grundpflichten des deutschen Volkes, in: Anschütz, Gerhard / Thoma, Richard (Hrsg.), Handbuch des deutschen Staatsrechts, Band 2, Tübingen 1932, S. 572.

*ders.*: Die Tyrannei der Werte, in: Säkularisation und Utopie, Festschrift für Ernst Forsthoff zum 65. Geburtstag, Stuttgart (u.a.) 1967, S. 37 (zitiert: Schmitt, FS Forsthoff).

*Schmitt Glaeser, Walter*: Die Position der Bürger als Beteiligte im Entscheidungsverfahren gestaltender Verwaltung, in: Lerche, Peter / Schmitt Glaeser, Walter / Schmidt-Aßmann, Eberhard, Verfahren als staats- und verwaltungsrechtliche Kategorie, Heidelberg 1984, S. 35.

*Schmolke, Klaus Ulrich*: Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz, NZG 2005, 912.

*ders.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Anleger vs. Hedgefonds, ZGR 2007, 701.

*Schnabel, Kerstin / Korff, Matthias*: Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß §§ 21 ff. WpHG und ihre Änderungen durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – Ausgewählte Rechtsfragen, ZBB 2007, 179.

*Schneider, Sven H.*: Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897.

*Schnorbus, York*: Rechtsschutz im Übernahmeverfahren – Teil II, WM 2003, 657.

*Schoch, Friedrich*: Der Gleichheitssatz, DVBl. 1988, 863.

*ders.*: Individualrechtsschutz im deutschen Umweltrecht unter dem Einfluß des Gemeinschaftsrechts, NVwZ 1999, 457.

*ders.*: Europäisierung des Staatshaftungsrechts, in: Staat Kirche Verwaltung, Festschrift für Hartmut Maurer zum 70. Geburtstag, München 2001, S. 759 (zitiert: Schoch, FS Maurer).

*ders. / Schmidt-Aßmann, Eberhard / Pietzner, Rainer*: Verwaltungsgerichtsordnung-Kommentar, Band I, München, Loseblattsammlung, Stand: April 2006.

*Schröder, Oliver*: Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte, Diss., Baden-Baden 2002.

*Schumacher, Rolf*: Vertragsaufhebung wegen fahrlässiger Irreführung unerfahrener

Vertragspartner, Bonn 1979.

*Schwabe, Jürgen*: Probleme der Grundrechtsdogmatik, Darmstadt 1977.

*ders.*: Der Schutz des Menschen vor sich selbst, JZ 1998, 66.

*Schwark, Eberhard*: Individualansprüche Privater aus wirtschaftlichen Gesetzen, JZ 1979, 670.

*ders.*: Börsengesetz, Kommentar, 2. Auflage, München 1994 (zitiert: Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl.).

*ders. (Hrsg.)*: Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Auflage, München 2004 (zitiert: Schwark, KMRK).

*Schwarze, Jürgen*: Europäische Rahmenbedingungen für die Verwaltungsgerichtsbarkeit, NVwZ 2000, 241.

*Schwennicke, Andreas*: Die Dokumentation der Erfüllung von Verhaltenspflichten nach § 31 Abs. 2 WpHG durch die Bank, WM 1998, 1101.

*Schwerdtfeger, Gunther*: Grundrechtlicher Drittschutz im Baurecht, NVwZ 1982, 5.

*Seewald, Otfried*: Zum Verfassungsrecht auf Gesundheit, Königstein 1981.

*Seidel, Wolfgang*: Amtshaftung für fehlerhafte Bilanzkontrolle, DB 2005, 651.

*Sen, Sunanda*: Global Finance: On the Move to Stock Market Capitalism, veröffentlicht unter [http://www.boeckler.de/pdf/v\\_2007\\_10\\_26\\_sen.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2007_10_26_sen.pdf) (12.11.2007, 14:42 Uhr).

*Sethe, Rolf*: Einlagensicherung und Anlegerentschädigung nach europäischem und deutschem Recht, ZBB 1998, 305.

*Seyfried, Thorsten*: Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) – Neuordnung der Wohlverhaltensregeln, WM 2006, 1375.

*Seyhun, H. Nejat*: Insider Profits, Costs of Trading and Market Efficiency, 16 J. Fin. Ec., 189.

*Singer, Reinhard*: Vertragsfreiheit, Grundrechte und der Schutz des Menschen vor sich selbst, JZ 1995, 1133.

*Skouris, Wassilios*: Landesrechtliche Einführung der Verbandsklage?, NVwZ 1982, 233.

*Sodan, Helge*: Der Anspruch auf Rechtsetzung und seine prozessuale Durchsetzbarkeit, NVwZ 2000, 601.

*Spindler, Gerald*: Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes, WM 2004, 2089.

*ders.*: Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG, NZG 2005, 865.

*ders. / Bednarz, Sebastian*: Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, Teil I, WM 2006, 553.

*ders. / ders.*: Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, Teil II, WM 2006, 601.

*ders. / Kasten, Roman A.*: Organisationsverpflichtungen nach der MiFID und ihre Umsetzung, AG 2006, 785.

*ders. / ders.*: Änderungen des WpHG durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1245.

*Starck, Christian*: Der verfassungsrechtliche Schutz des ungeborenen menschlichen Lebens. Zum zweiten Abtreibungsurteil des BVerfG, JZ 1993, 816.

*ders.*: Praxis der Verfassungsauslegung, Baden-Baden 1994.

*Steinhauer, Carsten*: Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, Diss., Baden-Baden 1999.

*Steinmeyer, Roland / Häger, Michael*: WpÜG, Berlin 2002 (zitiert: Steinmeyer/Häger, WpÜG).

*Stern, Klaus*: Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band III/1, München 1988 (zitiert: Stern, Staatsrecht III/1).

*ders.*: Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band III/2, München 1994

(zitiert: Stern, Staatsrecht III/2).

*Steuer, Stephan*: Das Gesetz zur Umsetzung der EG-Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsrichtlinie und seine Umsetzung in der Praxis, WM 1998, 2449.

*Stockhammer, Engelbert*: Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime, Working Paper Nr. 142, Amherst 2007.

*ders.*: Arbeitsmarktrigiditäten oder Nachfragemangel? Die Ursachen der Arbeitslosigkeit in Europa, Working Paper No. 45, Wien 2005, veröffentlicht unter [http://epub.wu-wien.ac.at/dyn/virlib/wp/eng/mediate/epub-wu01\\_07ecpdf?ID=epub-wu-01\\_7ec](http://epub.wu-wien.ac.at/dyn/virlib/wp/eng/mediate/epub-wu01_07ecpdf?ID=epub-wu-01_7ec) (12.11.2007, 15:11 Uhr).

*Stollmann, Frank*: Öffentliches Baurecht, 3. Auflage, München 2005.

*Storn, Arne*: Wenig Wasser unterm Kiel, Die Zeit, 31.7.2008, S. 20.

*Streinz, Rudolf*: Staatshaftung für Verletzungen primären Gemeinschaftsrechts durch die Bundesrepublik Deutschland, EuZW 1993, 599.

*ders.*: Anmerkungen zu dem EuGH-Urteil in der Rechtssache Brasserie du Pêcheur und Factortame, EuZW 1996, 201.

*ders.*: Europarecht, 7. Auflage, Heidelberg 2005.

*ders. / Leible, Stefan*: Staatshaftung wegen verspäteter Umsetzung der EG-Pauschalreisen-Richtlinie, ZIP 1996, 1931.

*Strieder, Thomas / Ammedick, Oliver*: Der Zwischenbericht als neues Instrument der Zwischenberichterstattung, DB 2007, 1368.

*Stüber, Stephan*: Subjektive Rechte im Gemeinschaftsrecht, Jura 2001, 798.

*Suhr, Dieter*: Eigentumsinstitut und Aktieneigentum, Diss., Hamburg 1966.

*Tainio, Risto u.a.*: Global Investors Meet Local Managers: Shareholder Value in the Finnish Context, in: Djelic, Marie-Laure / Quack, Sigrid (Hrsg.), Globalisation and Institutions, Cheltenham 2003, S. 37.

*Thümmel, Roderich C.*: Haftung für geschönte Ad-hoc-Mitteilungen: Neues Risikofeld für Vorstände oder ergebnisorientierte Einzelfallrechtsprechung?, DB 2001, 2331.

*ders.*: Organhaftung nach dem Referentenentwurf des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) – Neue Risiken für Manager?, DB 2005, 471.

*Tielmann, Jörgen / Schulenburg, Volker*: Aktuelle Gestaltungsempfehlungen zur Vorbereitung der Hauptversammlung nach EHUG und TUG, BB 2007, 840.

*Tönnies, Ralf*: Staatshaftung für Versicherungsaufsicht, Diss., Karlsruhe 1985.

*Triantafyllou, Dimitris*: Haftungsrechtliche Probleme der Staatsaufsicht in der Wirtschaft, Diss., Frankfurt a.M. (u.a.) 1991.

*ders.*: Zur Europäisierung des subjektiven öffentlichen Rechts, DÖV 1997, 192.

*Veil, Rüdiger*: Gewinnabschöpfung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2005, 155.

*Vespermann, Arnt*: Staatshaftung im Versicherungswesen, Diss., Frankfurt am Main 1996.

*Volhard, Patricia / Wilkens, Sarah*: Auswirkungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) auf geschlossene Fonds in Deutschland, DB 2006, 2051.

*Voß, Thorsten*: Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?, BKR 2007, 45.

*Voth, Hans-Joachim*: Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung 2007, veröffentlicht unter [www.boeckler.de/pdf/gutachten\\_voth\\_2007](http://www.boeckler.de/pdf/gutachten_voth_2007) (14.11.2007, 17:25 Uhr).

*Wahl, Rainer*: Die doppelte Abhängigkeit des subjektiven öffentlichen Rechts, DVBl. 1996, 641 ff.

*ders. / Masing, Johannes*: Schutz durch Eingriff, JZ 1990, 553.

*Wang, William K.S. / Steinberg, Marc I.*: Insider Trading, 2. Auflage, New York, Loseblattsammlung, Stand: Oktober 2006.

*Weber, Martin:* Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998 – 2000: Organisation, Emission und Vertrieb, NJW 2000, 2061.

*Weichert, Tilman / Wenninger, Thomas:* Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM 2007, 627.

*Weis, Hubert:* Inländerdiskriminierung zwischen Gemeinschaftsrecht und nationalem Verfassungsrecht, NJW 1983, 2721.

*Wiegand, Bodo:* Drittschutz im Spannungsverhältnis zwischen Verfassung, Gesetz und Verwaltungshandeln, BayVBl. 1994, 609.

*Windolf, Paul:* Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus, Wiesbaden 2005, S. 8.

*ders.:* Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus, Wiesbaden 2005, S. 20.

*Winter, Gerd:* Individualrechtsschutz im deutschen Umweltrecht unter dem Einfluß des Gemeinschaftsrecht, NVwZ 1999, 467.

*Würtenberger, Thomas:* Verwaltungsprozessrecht, 2. Auflage, München 2006.

*Wüstemann, Jens:* Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA?, BB 2002, 718.

*Zietsch, Udo A. / Holzborn, Timo:* Zulassungsfolgepflichten börsennotierter Unternehmen – Teil I, WM 2002, 2356.

*Zingel, Frank:* Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173.

*Zuleeg, Manfred:* Hat das subjektive öffentliche Recht noch eine Daseinsberechtigung?, DVBl. 1976, 509.